CN ISSN 0067-3587
893-49-90-237

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Printed in Canada

90-01214/

Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1988

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

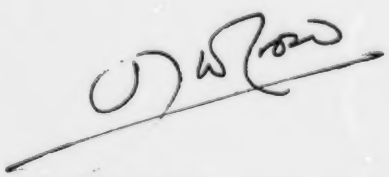
February 28, 1989

The Hon. Michael H. Wilson, P.C.
Minister of Finance
O t t a w a

Dear Mr. Wilson,

In accordance with the provisions of the Bank of Canada Act, I am submitting my report for the year 1988 and a statement of the Bank's accounts for this period, signed and certified in the manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,



Governor

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1988

GENERAL OBSERVATIONS 7

ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

Demand, economic activity and inflation 13

Monetary and financial developments 21

International developments 29

BANK OF CANADA OPERATIONS

Bank of Canada advances and securities market operations 35

Management of government debt and cash balances 37

Foreign exchange operations 41

Note issue, debt service and banking operations 45

APPENDIX TABLES 47

FINANCIAL STATEMENTS 59

BOARD OF DIRECTORS 67

SENIOR OFFICERS 68

REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES 69

GENERAL OBSERVATIONS

The fundamental task for monetary policy, as for all public economic policies, is to promote a strong economy – that is, an economy that is dynamic and productive, and that provides an expanding supply of jobs for its workforce. The particular, and essential, contribution that monetary policy can make to strong economic performance is to maintain and enhance confidence in our money, the vehicle through which we invest, save and transact our daily business. In the circumstances of 1988, this responsibility meant above all demonstrating strong and consistent resistance through Bank of Canada actions to the spending pressures that throughout the year threatened to provoke a self-reinforcing upsurge in inflation.

The Canadian economy and monetary policy

In 1988, the sustained pressures of demand on our economy further intensified strains on supply that were already becoming apparent in 1987. Those pressures, analyzed in detail in the next section of this Report, showed up in the figures on profits, wages, and prices, as production in a considerable number of industries was expanded to the limits of capacity and labour market conditions tightened further. More broadly, total dollar spending in the economy increased by about 8 per cent during 1988, after an increase of almost 11 per cent the year before. This pace is far above even the most optimistic measures of the economy's capacity to add to the supply of goods and services in volume terms.

Initially, an inflationary expansion of demand shows up in a faster rise in money incomes and is often taken as a sign of increased prosperity. But the adverse consequences, price inflation, do eventually arrive. And the danger of a cost-price spiral becomes greater the longer the demand pressures persist. This is why it is vital for anti-inflationary monetary policy actions, if they are to be effective, to be taken in a timely way.

There have been suggestions that the Bank of Canada should have taken a relaxed view of this situation – that it should have been prepared to take more risks with inflation. However, both analysis and experience demonstrate unequivocally the need for a monetary policy that consistently justifies confidence among Canadians that the money they use will indeed hold its value.

The real problem with inflation is the damage that it does to the ability of our economy, indeed any economy, to function effectively. Because of the uncertainty that inevitably develops in inflationary conditions, it is more difficult to make well-founded economic plans and decisions whatever the field of endeavour. Inflation thus distorts decisions about savings, investment, prices and wages. As a result, the economy will not perform as well under inflationary conditions as it will under conditions of price stability. Nor will it perform as fairly. Those unable to protect their incomes or savings against rising prices lose out. Indeed, the experience we had with inflation during the 1970s and early 1980s in the end left no one with what they wanted. Consistent pursuit of overall stability in the level of prices is therefore an important ingredient in enhancing the performance of the Canadian economy. It is the crucial contribution that monetary policy can make.

In these circumstances, and because of these considerations, the task faced in the past year by monetary policy has been to curb the pressures of demand on the economy, and avoid the excesses that would damage the sustained economic expansion that Canada has enjoyed since 1983. The continual challenge for policy has been to gauge the intensity of those pressures and to decide how forcefully to respond to them.

It is in this regard that some comment is in order on the possible response of monetary policy to regional economic differences.

Let me begin by noting that one element that was welcome in the performance of the Canadian economy in 1988, from whatever angle it is viewed, was evidence of further progress in narrowing regional disparities in economic activity. Unfortunately, important differences still remain across the country. The Prairie provinces in particular suffered from the effects of drought on the agricultural sector and from continuing weakness in energy prices. But elsewhere in Canada many industries continued to benefit from the recovery over the past two years in the world prices of a wide range of raw materials. With this broadening in the industrial and regional base of the expansion, almost all parts of the country experienced strong employment gains and some decline in unemployment.

Still, criticism that monetary policy has addressed problems of overheating that are only localized has been very persistent. Such criticism needs to be addressed.

One fundamental point that cannot be emphasized too often is that we have an efficient and unified financial system in Canada because there are no barriers to the movement of funds across the country. That is a good thing. Savers benefit from the opportunity to place their funds in diverse, competitive markets, and investors can spread risk efficiently. Borrowers benefit from access to a much larger pool of funds at more competitive rates than would otherwise be available. Having unified and efficient money and capital markets in Canada means that interest rates will to all intents and purposes be the same in all parts of the country. And of course the exchange rate will in any event be the same for all Canadians. Consequently, there is no useful sense in which we can have a monetary policy that is differentiated by regions.

Given that the impact of monetary policy is bound to be national in scope, decisions regarding monetary policy are also taken from a national perspective. In other words, the Bank of Canada gears its actions to the circumstances and needs of the country as a whole.

As I noted earlier, spending pressures at the national level at which monetary policy operates have been very substantial indeed. The same is true, as is shown below, in regard to the pace of national monetary and credit expansion. It would not have been responsible for the Bank of Canada to ignore the existence of these national pressures on the grounds that they were not the same in each part of the country.

Finally, it can be noted that although monetary policy cannot, by its very nature, be directed at resolving cyclical or structural economic differences among regions or provinces, other kinds of economic policies undertaken by all levels of government, and including their overall fiscal policies, have long played a role in this regard.

Monetary policy and financial markets

In charting monetary policy, the Bank pays careful attention to the rates of expansion of money and credit. As already observed, these also provided striking evidence of the persistent strength of spending demands and of inflationary pressures throughout 1988. While information on these and other financial indicators is provided later in this Report, it may be useful to provide a summary here. Credit to households expanded by about 17 per cent, while business credit went up by about 10 per cent. The M2 and M2+ monetary aggregates, which have displayed a relatively close relationship with movements in total dollar spending and in prices in the economy, also grew strongly – at a pace in excess of 10 per cent. Such rates of expansion are not consistent with progress towards price stability. A slower rhythm of monetary expansion, certainly under 10 per cent, needs to be achieved.

The firm stance of monetary policy in the face of vigorous spending pressures and rapid monetary expansion contributed to a pronounced rise in short-term interest rates through 1988 and into early 1989. The increases, amounting to about 3 percentage points in total, took place at intervals, as evidence accumulated of continued strong momentum in spending and inflation. At times the Bank initiated upward movements in the very shortest-term interest rates through its money-market operations. Those movements then spread to a wider spectrum of market and

administered rates. At other times, especially when interest rates abroad were rising, the pressure for higher interest rates came from changing expectations of borrowers and lenders. The Bank did not resist the upward movement on those occasions when it was evident that resistance would have been untimely in light of the pressures on money, demand and inflation in Canada.

Starting in 1987 and continuing in 1988, the Canadian dollar rose markedly against its U.S. counterpart. In terms of a weighted average of the currencies of our principal trading partners, the upward movement in 1987 was quite modest, but in 1988 the Canadian dollar appreciated by about 10 per cent. In large part this appreciation stemmed from the strong recovery in the prices of many of the raw materials which Canada produces, compared to the low values that had prevailed in the 1982-86 period. These price increases reflected the vigour in worldwide aggregate demand over the last two years. As well, the attitude of investors in Canada and abroad towards the Canadian dollar took on a more favourable cast. This was related in part to the recovery in commodity prices, but other factors were also important. Prominent among these were the perception that Canadian monetary policy would continue to resist inflation pressures, and the view that the economic benefits for Canada from the free trade agreement with the United States would be substantial.

Although exchange rate movements are difficult to explain with any precision, the main swings in the Canadian dollar do appear to be broadly explainable in terms of these considerations. And, as is suggested by this account, monetary policy actions are but one of the elements relevant in shaping the movement of the Canadian dollar.

In this context it is worth emphasizing that neither the exchange rate nor interest rates should be viewed as fundamental objectives of monetary policy, although monetary policy actions are among the forces that affect prices in money and foreign exchange markets. Indeed, the impact of monetary policy is very much transmitted through these markets, and the Bank of Canada is well aware of how important interest rates and the exchange rate are for all kinds of economic activities. Nonetheless, the fact remains that interest rates and the exchange rate are better viewed as policy channels than as policy goals. The goals are price stability and sustained healthy economic performance; these in turn require a moderate rate of monetary expansion and moderate growth in total spending in the economy.

It is too soon to see fully the contribution of the actions taken by the Bank of Canada during 1988 towards the achievement of these goals. But there can be no doubt that without those actions – that is, with a monetary policy that tolerated faster rates of money, credit and demand expansion than in fact occurred – the pressures on our costs and prices would be still more pronounced than they currently are.

In early 1989, as this Report is being written, the pressures pushing our costs and prices upward have evidently not been dissipated. Nevertheless, there are grounds for believing that those pressures have been contained in some important respects. In this regard, it is noteworthy that shorter-term and longer-term interest rates have moved rather differently in the past year. Details of these movements are provided in another section of this Report, but what can be pointed out here is that despite the substantial increase in short-term rates, longer-term rates have been relatively stable. I believe that this stability reflects a good climate of expectations. It reflects confidence among savers and investors that inflation will in fact be curbed and economic expansion preserved.

International economic conditions and foreign and domestic imbalances

The broad pattern of developments over the past year in aggregate demand, inflation and the stance of monetary policy just described has not been uniquely a Canadian experience. Important similarities have been evident in the United States and overseas.

At the end of 1987, widespread doubt prevailed whether the long-lived expansion of the major industrial economies could continue. Those concerns focussed on the effect on demand of the stock market crash and on whether major overseas countries could cope with the

substantial decline in the external value of the U.S. dollar. It was thought that the stock market decline would reduce consumer spending worldwide. The change in currency values was expected to result in a slowing in the Japanese and German economies, because of their dependence on the export sector. Neither of these things happened, and through the year, in one set of forecasts after another, projections had to be adjusted upward. Output expansion around the world turned out to be much stronger than anticipated and, indeed, the five principal overseas industrial economies posted their most rapid rise in economic activity in more than a decade.

The widespread and therefore mutually reinforcing surge of demand has heightened inflationary pressures worldwide. In response, the stance of monetary policy has been tightened progressively in most major industrial countries, and short-term interest rates have risen internationally.

For the United States, the continued vigour of domestic demand has also raised concerns over the extent to which room is being made in the economy for an adequate reduction of the large U.S. trade deficit. Progress has been made in adjusting the U.S. external position, but not nearly enough. Furthermore, it has become increasingly apparent that U.S. fiscal policy has a key role to play in securing progress. One way in which action to reduce the U.S. budgetary deficit would be helpful is by slowing the advance of domestic spending in the relatively near term, thereby making further room for exports. More broadly, and also with an eye on the longer-term health of the U.S. and world economies, such fiscal action can make a contribution to economic growth by increasing the availability of savings to finance business investment in the United States and elsewhere. For these kinds of reasons a great deal of attention around the world has been, and will continue to be, focussed on how the U.S. budgetary situation might evolve.

Large budget deficits also exert upward pressure on real interest rates and have adverse implications for the cost of new debt financing and the servicing of existing debts. While a number of debt-related problems in both the public and private sectors have arisen around the world in recent years, the most complex and deep-rooted of them all is the problem of foreign indebtedness among a range of developing countries. In part, progress in resolving the problem depends on maintaining adequate economic expansion in the industrial world and an adequate flow of financing to debtor countries. However, at least as important in securing progress is a better economic performance by the debtor countries themselves. As is noted in a later section of this Report, some headway was made in a number of respects in the past year. It is disappointing that progress has not been faster, but the fact of the matter is that there are unlikely to be quick or comprehensive solutions. Progress requires steady, painstaking and co-operative work from all parties.

Turning back to Canada, I note that much less attention has been focussed on the fiscal deficit and the accumulation of public debt here despite the fact that our ratios of deficit and debt to national income are high by international standards. Given the relatively small impact that our fiscal performance can have on the development of the world economy this lack of attention is understandable from an international perspective. However, the risks of damage to our economic well-being through deficits that lead to an unsustainably rapid pace of debt accumulation are no different or less serious for Canada than elsewhere. More recently, the facts and risks of our fiscal situation have been getting more extensive commentary. This attention is welcome, because sound fiscal performance is a cornerstone of sound economic performance.

Let me also comment in this regard on the area of overlap, or "mix," between broad fiscal policy on the one hand, and monetary policy on the other.

What is the nature of that overlap? Both kinds of policies are, broadly speaking, demand policies. In other words, they are policies that operate mainly by affecting the pace of total spending in the economy. However, the channels through which each policy affects spending are quite different. In the case of monetary policy, the impact, though powerful, is relatively indirect. As I noted earlier, monetary policy effects are channelled through money and foreign exchange markets. The resulting changes in inter-

est rates and the exchange rate in turn affect spending decisions. For fiscal policy, the effects on demand come largely through changes in taxes or government outlays of various kinds. They tend, therefore, to be more direct in nature.

In the light of this, it can quite readily be seen that in a broad and very general sense, scope exists for some counterbalancing between the impacts of fiscal and monetary policy on total demand in the economy. Thus, actions undertaken to reduce fiscal deficits help to restrain demand, which in turn tends to ease pressures on monetary policy and on monetary conditions. The chances of a better policy balance overall are thereby improved.

* * * * *

Monetary policy in Canada needs to be a bulwark against inflation and to work towards price stability. What this implies for monetary conditions in the near term will depend on the strength and persistence of inflationary demand pressures. I am hopeful that the resistance to those pressures that was demonstrated in the past year will begin to pay off in 1989. Be that as it may, Canadians can, and indeed should, count on monetary policy to continue to work towards ensuring a solid, that is non-inflationary, foundation for Canadian economic expansion. To do otherwise, to repeat a cycle of inflation boom and bust, would undermine rather than strengthen the chances of sustained economic progress.

ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

Demand, economic activity and inflation

Spending in the Canadian economy expanded strongly during 1988. Total dollar outlays rose by about 8 per cent and the level of activity continued to press against capacity limits, intensifying underlying inflationary pressures.

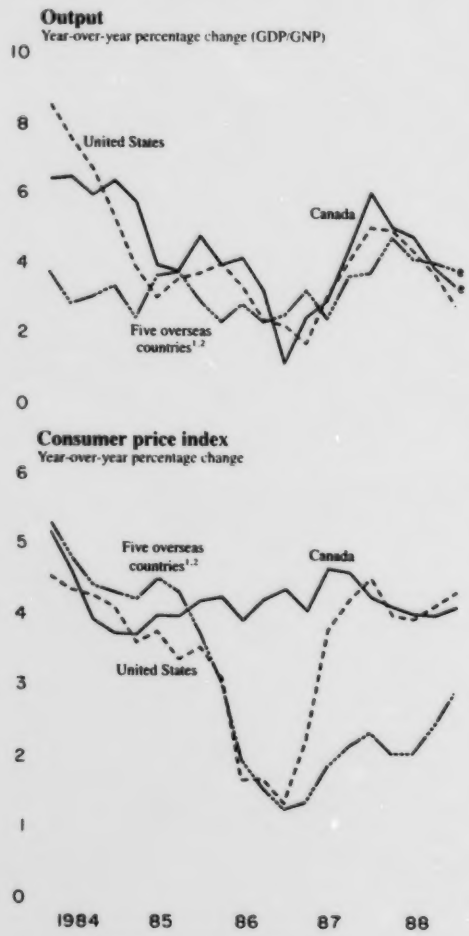
Reflecting primarily the income gains associated with the sharp rise in the prices of many of the commodities that Canada produces for the world market, the distribution of economic activity across the country was more even in 1988 than in the previous year. However, the Prairie region suffered from the effects of drought as well as from low and volatile world crude oil prices.

Demand and economic activity

Both domestic and external factors propelled the expansion of activity. Stimulated by buoyant world demand and supported by high household and business confidence, the volume of activity increased by about 3¼ per cent between the fourth quarter of 1987 and the fourth quarter of 1988. This was a slower increase than in 1987, but the rising level of activity, particularly in the non-farm sector of the economy, added further strain to product and labour markets. Indeed, in the non-farm sector, activity is estimated to have increased by some 3¾ per cent during the year.

One of the major boosts to economic activity in 1988 came from the increase in spending on plant and equipment. Against a background of high rates of capacity use, strong profits and the continuing need by corporations to modernize to remain competitive, the volume of capital outlays rose sharply across a broad range of sectors and regions. The buoyancy of investment spending was reflected as well in the high operating rates of producers of capital equipment and of the construction industry.

International comparisons



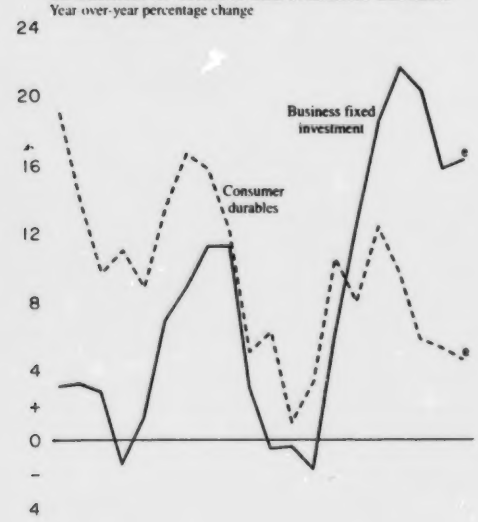
1. Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy
2. 1982 GDP/GNP weights

e Estimate

Selected indicators of household and business demand

Growth in volume of expenditures on business investment and consumer durables

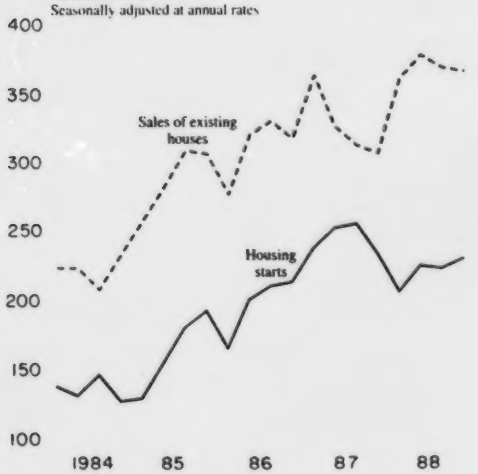
Year over-year percentage change



Housing market

Thousands of units

Seasonally adjusted at annual rates



e Estimate

Non-farm businesses also increased the rate of inventory investment, but because of the sustained vigour of final sales the ratio of stocks to sales dropped to a record low in the second half of the year.

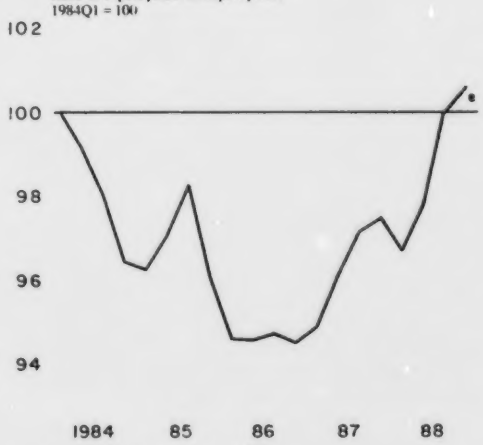
Underpinned by employment and income gains, and reinforced by a relatively low personal savings rate, spending and credit demand by the household sector continued to advance strongly in 1988. Among the major categories of consumer expenditures, purchases of durable goods again grew rapidly, although at a much reduced rate given the large additions to the stock of durables made in 1987. Activity in the housing market also remained very buoyant, spurring strong demand for mortgage credit. Construction starts on new units, although down from an eleven-year high reached in 1987, totalled 223,000, and sales of existing dwellings rose to record volumes.

Another important feature of Canada's economic performance in 1988 was the sharp increase, for the second consecutive year, in the country's terms of trade – the ratio of prices received for Canadian exports relative to import prices. The rise in the terms of trade reflected most importantly the marked increase that has occurred in prices of basic commodities other than energy. World demand for such commodities, particularly industrial materials, has been extremely buoyant, with Canadian dollar prices for most base metals and wood pulp, for example, rising to record highs in 1988. These developments stimulated output and generated considerable income gains in those parts of Canada,

Canadian international terms of trade

Ratio of export prices to import prices[1]

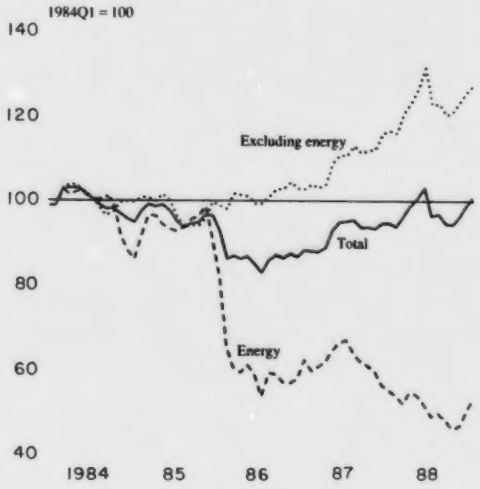
1984Q1 = 100



1. Based on seasonally adjusted data

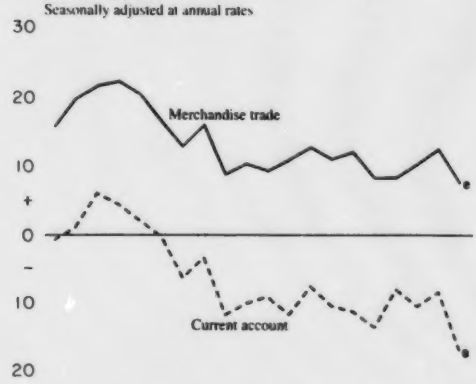
e Estimate

Bank of Canada commodity price indexes in terms of Canadian dollars



Current account of the balance of payments

Selected balances
Billions of dollars
Seasonally adjusted at annual rates



Merchandise trade
Billions of dollars
Seasonally adjusted at annual rates

e Estimate

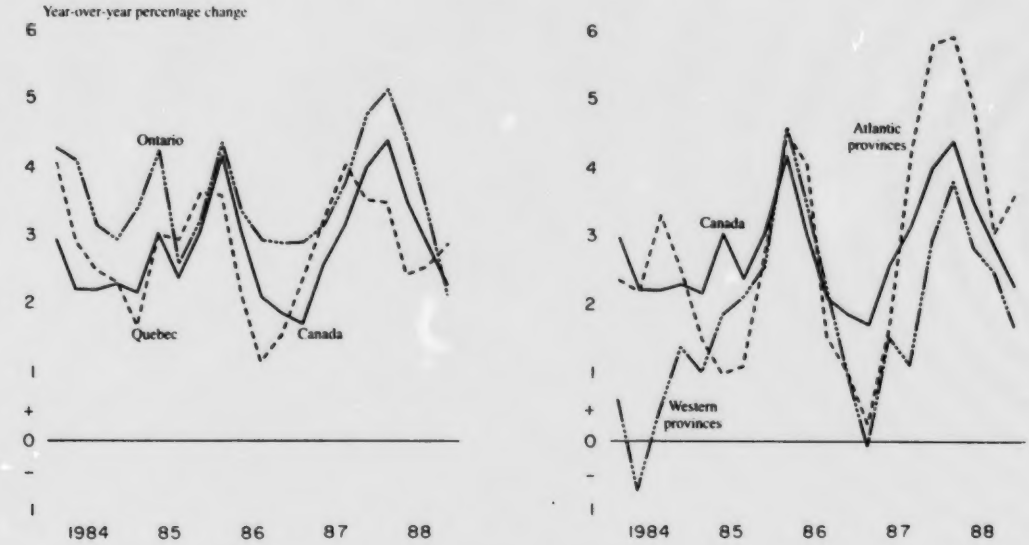
particularly in the east and the west, that depend heavily on these resource-based industries.

As noted earlier, developments in the Prairie region were less favourable. The petroleum and gas industry continued to face a situation of volatile but basically weak world prices. Profitability in the energy sector declined in 1988, and market conditions remain uncertain despite the recent rebound in crude oil prices. However, deregulation in the North American natural gas industry has spurred export sales and contributed to increases in employment and investment in the energy sector. The adverse effects of the drought on output and employment in the agricultural sector were most pronounced in the Prairies as well, even though government stabilization payments, higher crop prices and grain sales out of inventories provided important offsets in helping to maintain farm income levels.

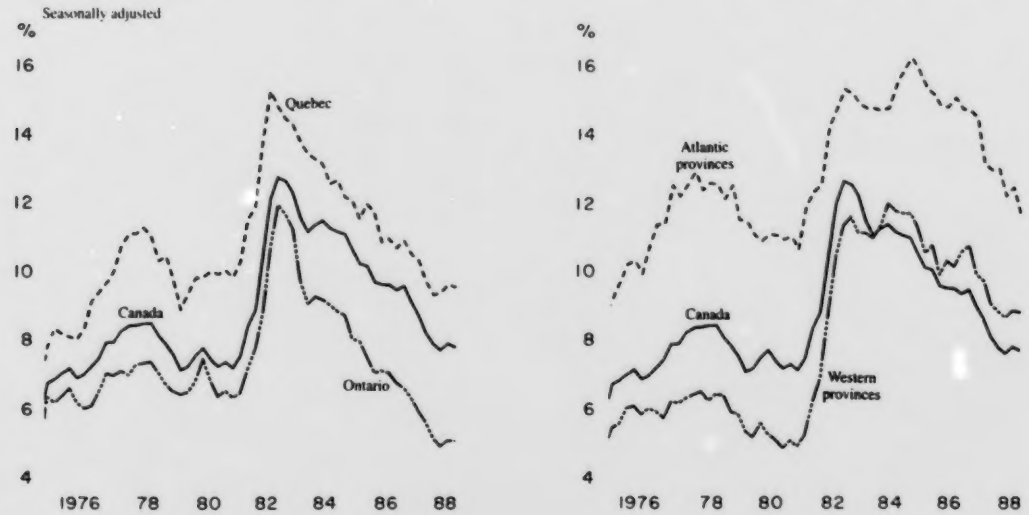
As a result of the strong demand for Canadian products abroad, export volumes rose to high levels. For some goods, export sales were constrained by capacity limits. Export growth, however, was outpaced by the rise in imports, and as a consequence the trade surplus in volume terms declined. Import volumes rose strongly, largely in response to the expansion of domestic demand, but also in response to lower prices resulting from the appreciation of the Canadian dollar. Given the robustness of business fixed investment, capital equipment imports increased particularly sharply.

The deterioration in the trade balance in volume terms did not carry over one-for-one to the current account deficit because of two important factors working in the opposite direction: the

Growth in employment



Unemployment rate

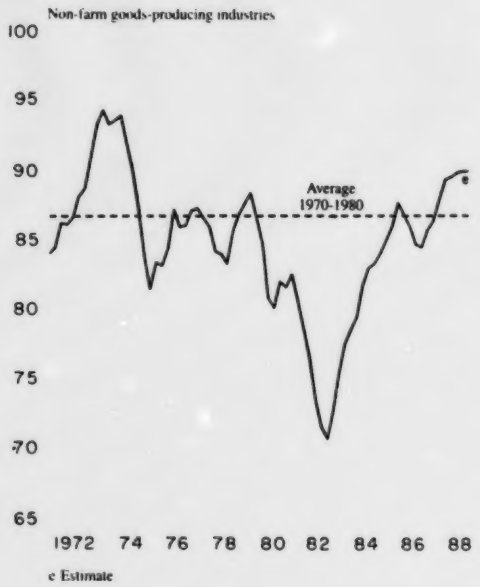


rise in export prices relative to import prices and a substantial increase in the funds brought to Canada by immigrants, particularly from Asia. Overall, the current account deficit increased slightly to approximately $11 billion, or 1¾ per cent of gross domestic product (GDP).

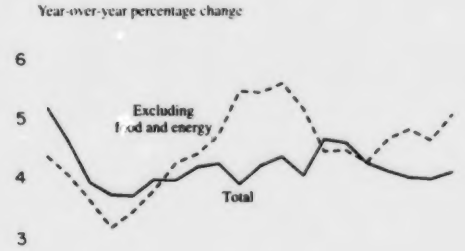
With total production in the Canadian economy expanding to meet rising demand, rates of capacity use in a considerable number of industries tightened further, to well above historical averages. For the non-farm, goods-producing sector, plants operated on average at their highest rate since the first half of the 1970s.

Pressures in labour markets also intensi-

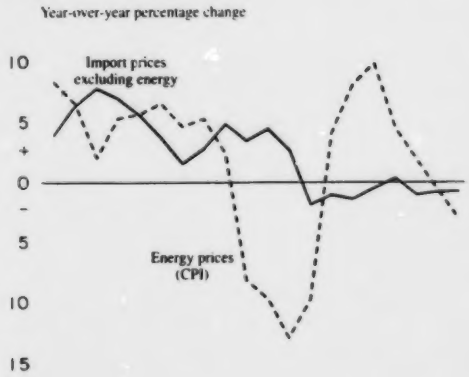
Rate of capacity utilization



Consumer price index



Import and energy prices



fied progressively in 1988. With the demand for labour remaining strong, employment growth outstripped additions to the labour supply. By year-end, the national unemployment rate had dropped to 7.6 per cent (on a seasonally adjusted basis). While labour market conditions in Ontario remained tighter than elsewhere in Canada, most provinces experienced a drop in the rate of unemployment.

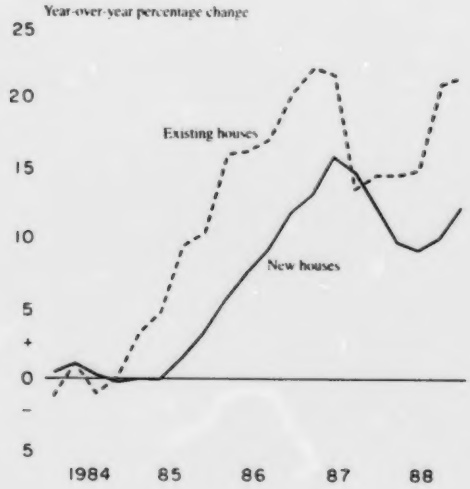
Inflation

Inflation pressures in Canada intensified in 1988. As noted earlier, prices of commodities and resource-based manufactures rose sharply in response to strong world demand. In the case of food commodities, reduced supply because of the drought in North America also raised prices. There were, at the same time, factors working to provide some offset to these upward pressures. The appreciation of our currency had a downward impact on the Canadian dollar prices of traded goods, and the dip in world energy prices provided another source of inflation relief.

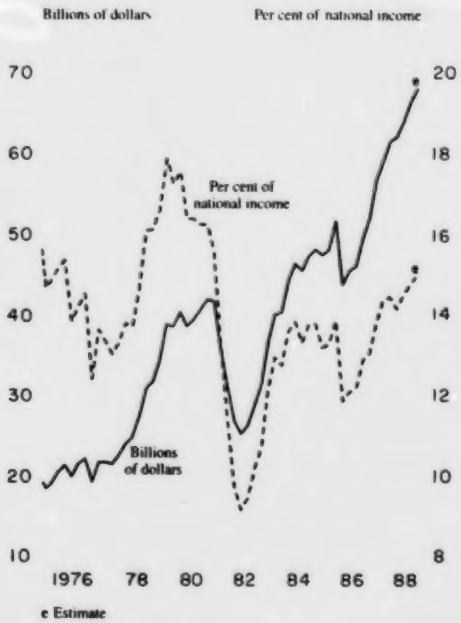
The net result was that at the end of 1988 the consumer price index (CPI) was 4 per cent higher than a year earlier, approximately the

Price index for gross domestic product

Housing prices



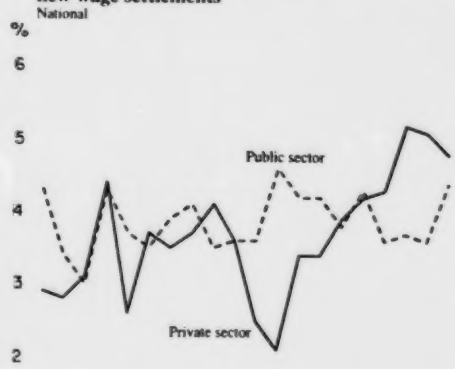
Corporate profits

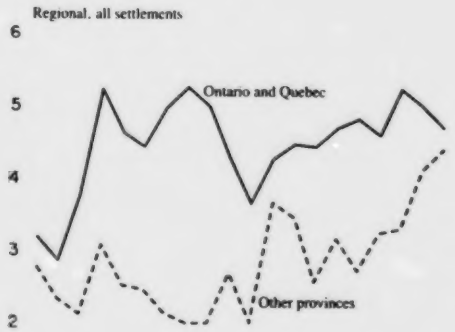


e Estimate

Indicators of producer costs

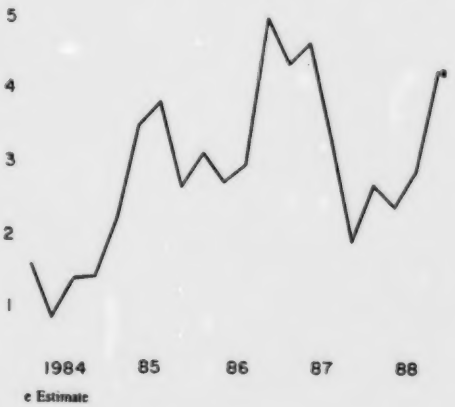
Effective annual wage increase in base rates for new wage settlements





Labour costs per unit of output

Year-over-year percentage change



e Estimate

same annual rate of increase as experienced during the previous four years. However, the rate of increase of the CPI excluding the relatively volatile food and energy components accelerated to 5 per cent by the end of 1988 from 4¼ per cent a year earlier, and to nearly 5½ per cent in early 1989. If the Canadian dollar had not risen in value, the increase of the CPI over the year would have been more pronounced.

The strength of inflationary pressures was also apparent in the movement of the fixed-weight price index for gross domestic product, one of the broadest measures of prices of goods and services produced in Canada. This index increased by about 5 per cent between the fourth quarter of 1987 and the fourth quarter of 1988, reflecting both the price increases in international markets and the widespread pressures evident domestically. Prices of new and existing houses again rose rapidly in 1988 but, in contrast to the year before, the pattern of increase became more widespread across the country rather than being concentrated in central Canada. With a buoyant capital spending program, the rate of increase of non-residential construction costs accelerated. In consumer markets, prices of automobiles rose more rapidly than during 1987, as did prices of a host of services.

Given strong demand conditions in product markets overall, there was a marked rise in corporate profits, which also increased as a percentage of GDP. The level of profitability was particularly high in those industries producing resources other than energy, reflecting the rise in world commodity prices.

With rising aggregate demand, generally high profitability and tightening labour markets, wage demands were boosted. Wage increases for base rates negotiated in major private sector agreements averaged 4.9 per cent compared with 3.8 per cent in 1987. While private sector settlements remained the highest in Ontario at 5.5 per cent, outside central Canada average increases rose to 4.9 per cent from 2.3 per cent in 1987. It is notable that late in the year wage increases in most provincial and municipal contracts moved up towards those in the private sector. Overall, labour income per worker rose by approximately 5 per cent, and given modest productivity gains the rate of growth of unit labour costs picked up.

Monetary and financial developments

Reflecting the strength of total spending, aggregates for broad money and credit continued to grow rapidly in 1988, and short-term interest rates rose steadily. At the same time, long-term interest rates remained fairly stable, suggesting a relatively favourable climate of expectations regarding the future course of inflation.

Monetary aggregates

With the rapid increase in total dollar spending in the economy, M2 and M2+, the aggregates to which the Bank pays particular attention, grew by more than 10 per cent in 1988.

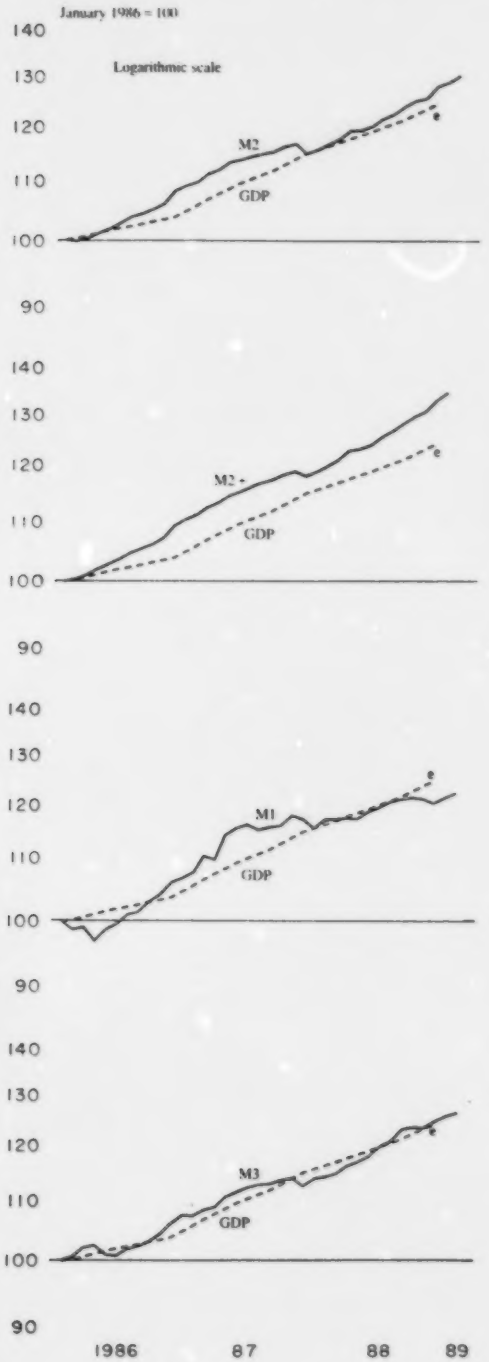
As in previous years, the Canada Savings Bond (CSB) campaign led to a temporary break in the growth path of these aggregates. In 1988, net CSB sales were lower than normal, and this resulted in a sharp rise in M2 and M2+ in November, on a seasonally adjusted basis; in November 1987, on the other hand, exceptionally strong CSB sales had led to sizable declines in these aggregates. However, it should be noted that for the period December 1987 to October 1988, when the campaign was not a factor, the annual rate of expansion of M2 and M2+ was 10.3 per cent and 12.1 per cent, respectively. The relatively more rapid growth of M2+ reflected the continuing increase in the near banks' share of the market for deposits.

Since M1 consists largely of non-interest-bearing components, it was strongly affected by the rise in short-term interest rates. Thus, its growth was well below that of total spending. The impact of higher short-term interest rates on the pace of expansion of the broader aggregates was less pronounced. Yields on most of the deposits included in M2, M2+ and M3 adjust quite quickly to changing market rates, and therefore changes in interest rates have a mostly indirect influence on these broader aggregates through their impact on aggregate demand and prices.

The path of M3 is largely determined by

Canadian interest rates

Monetary aggregates and gross domestic product (GDP)



M2:
M1 plus personal savings deposits and non-personal notice deposits

M2+:
M2 plus deposits at trust and mortgage loan companies, and deposits and shares at credit unions and caisses populaires

M1:
Currency and demand deposits less private sector float

M3:
M2 plus non-personal fixed-term deposits plus foreign currency deposits of residents booked in Canada

e Estimate

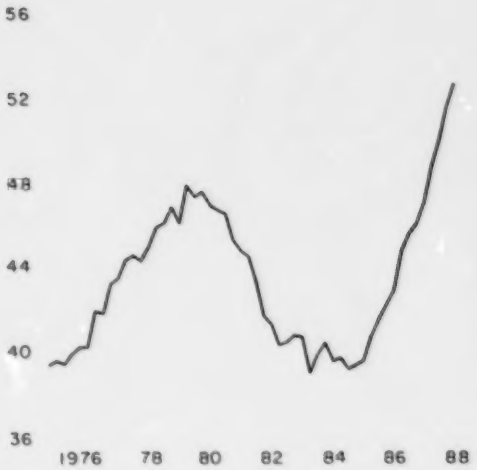
changes in the demand for bank loans. The strong demand for such loans in 1988 led banks to rely more heavily on wholesale deposits, which are included in M3 but not in M2. The acceleration in the growth of M3 was only one measure of the general expansion of liquidity in Canada that followed the stock market crash. Bankers' acceptances and commercial paper, both of which are quite similar to wholesale bank deposits, also grew at a very rapid pace.

Credit aggregates

The behaviour of credit aggregates indicated a rapid increase in household and in business indebtedness, as well as a continued slowing in the growth of public sector debt. The growth in private sector debt was a further indication that the stock market crisis had little lasting effect on the attitudes and spending plans of Canadians.

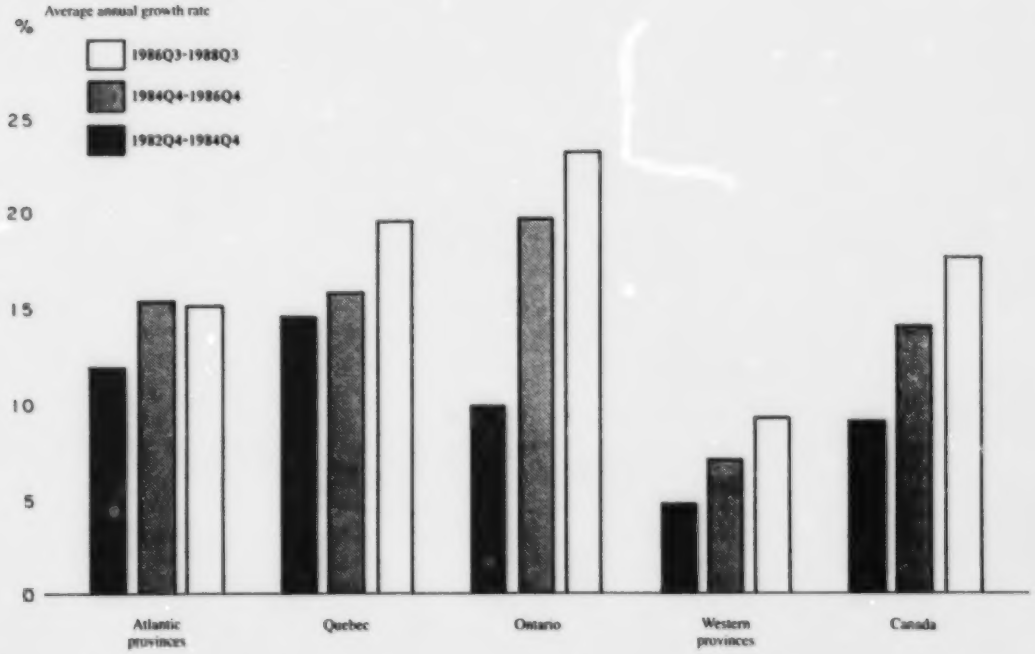
Household credit expanded particularly rapidly in 1988, reflecting vigorous consumer

Household credit as a percentage of personal disposable income[1]



1 Total credit extended by chartered banks, trust and mortgage loan companies, sales finance companies, and life insurance companies.

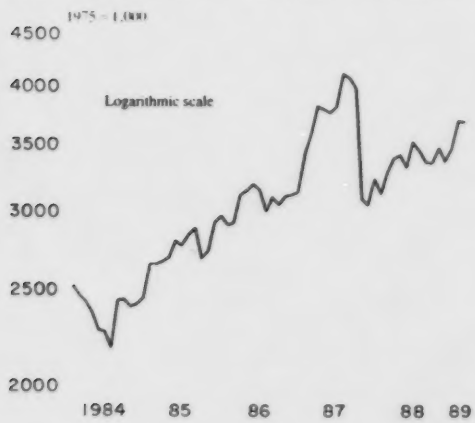
Household credit by region



spending and strong demand for housing. The pace of expansion steadied at about 17 per cent, with a marked acceleration over the past six years. This rapid pace of growth reflected the continued optimism of households regarding their capacity to take on increases in their level of debt relative to income. The increase in household debt was strongest in Ontario and Quebec – more than 20 per cent. While the rise in the western provinces was slower, it was nonetheless close to 10 per cent.

The sharp slide in the stock market had a substantial impact on the composition, though not the magnitude, of business financing from external sources. Demand for business credit was sustained by the vigorous pace of investment and the considerable number of corporate takeovers. Thus, the growth of total business credit (including stock issues) remained around the 10 per cent rate reached in 1987. Businesses continued to rely heavily on bond financing. However, after having drawn substantially on the stock market as a source of funds earlier, in more favourable circumstances, they virtually abandoned it in 1988, turning instead to short-term sources of credit, including bank loans, bankers' acceptances and commercial paper. Nonetheless, strong growth in retained earnings meant that the overall corporate debt-to-equity ratio stayed relatively stable in 1988. Over the past six years businesses have managed to reduce their debt-to-equity ratios considerably from the level reached at the trough of the 1982 recession.

Toronto Stock Exchange Composite (300) Index



Corporate debt-to-equity ratio (excluding intercorporate loans)

In addition to fuelling the demand for credit in the private sector, continued economic expansion has helped to increase tax revenues and thus to slow the rise in public debt. This slowing was particularly marked for the provincial and municipal governments, where a further reduction in debt-to-GDP ratios was achieved. As in 1987, the expansion of federal government debt was inflated in 1988 by the financing requirements associated with a large build up of foreign exchange reserves. However, even after allowing for this factor, federal government debt continued to grow more rapidly than GDP.

Interest rate and exchange rate developments

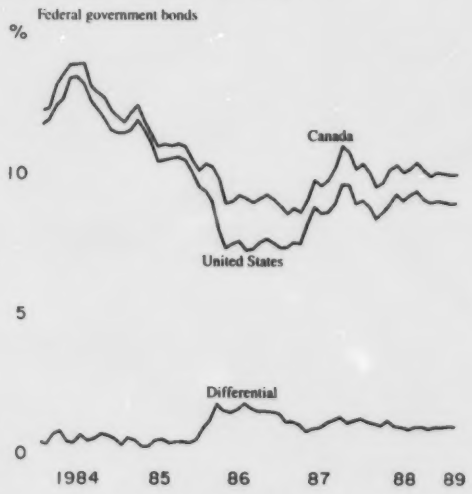
The strong expansion in money and credit through the year was accompanied by a steady rise in short-term interest rates. The yield on 90-day commercial paper rose from 8.75 per cent in early January to 11.10 per cent by the end of December, exceeding the level it had reached just before the stock market crash. The

Canada-U.S. short-term interest rates

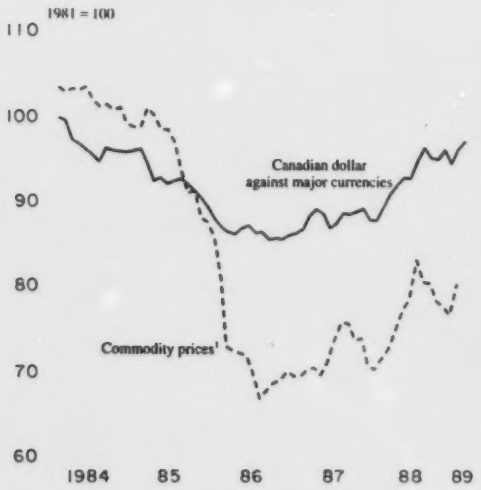
During 1988 the Canadian dollar appreciated by about 10 per cent against a weighted average of the major currencies. It gained almost 8 per cent in the first half of the year, reflecting most notably higher commodity prices as well as the positive view in exchange markets of the anti-inflationary stance of Canadian monetary policy and of the consequences for Canada of the free trade agreement with the United States. In the second half of the year, the dollar fluctuated markedly as a result of swings in market sentiment regarding the prospects for passage of the agreement.

Long-term interest rates picked up slightly in early spring as expectations of an economic slowdown, which had precipitated the decline in these rates after the stock market crash, were erased by evidence of the continued gradual tightening of monetary conditions in Canada occurred against a background of rising interest rates in the United States, with the result that interest rate differentials between the two countries remained fairly stable, though relatively high, throughout the year.

Canada-U.S. long-term interest rates



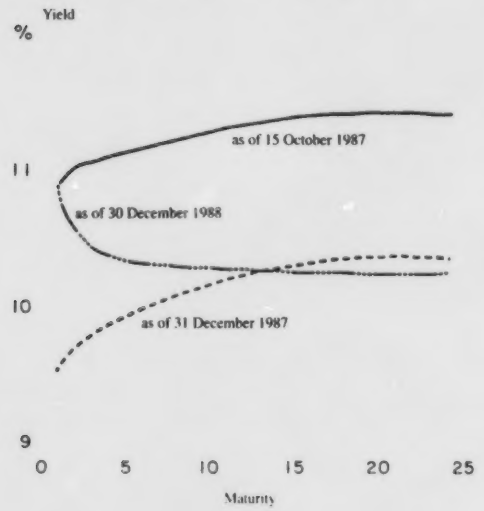
Exchange rate and commodity prices



1. In terms of a weighted average of G-7 currencies

strength of demand. Thereafter, despite rising short-term rates, long-term rates remained fairly stable at levels well below those prevailing just before the crash, bringing about an inversion of the yield curve. This behaviour of long-term rates suggests that financial markets are confident that rising short-term rates will help curb inflation.

Theoretical yield curve for Government of Canada bonds



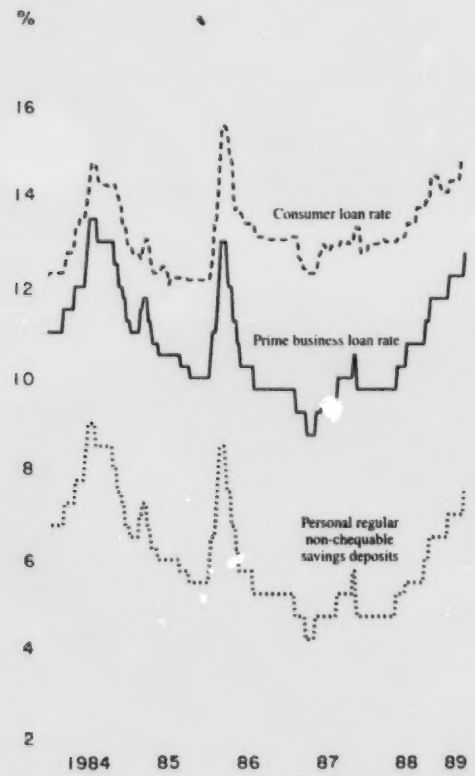
Administered interest rates closely followed market rates of similar maturity. Thus, prime lending rates of banks rose 2½ percentage points during 1988 in response to higher short-term market rates, while 5-year mortgage rates rose by only half a percentage point.

Short-term rates continued to climb in the early weeks of 1989, setting off further increases in administered rates, most notably a rise in the prime rate of half of a percentage point.

Other financial developments

Canada, together with the other G-10 countries, is putting into effect the recommendations of the Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices aimed at strengthening and harmonizing capital standards for international banks. The Committee developed a framework that establishes a minimum level of capital to be achieved by 1992. This

Selected chartered bank interest rates



level is set at 8 per cent of a weighted total of bank assets, including both balance sheet and off-balance-sheet items. The framework provides for transitional steps so as to ensure a smooth adjustment to the new standards. It also allows for a measure of national discretion with respect to some of the asset weightings and the definition of capital. Following discussions with Canadian banks, the Office of the Superintendent of Financial Institutions indicated that the definition of capital to be used in Canada would exclude the general provisions for losses on sovereign loans as well as unrealized capital gains on banks' holdings of securities and bank premises.

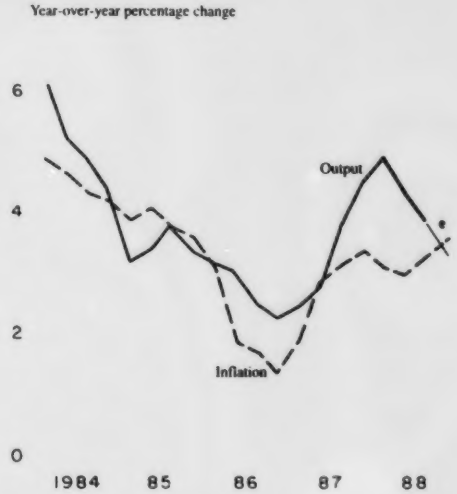
The process of financial market restructuring in Canada continued in 1988, following the relaxation of rules governing the ownership of investment dealers. All six major Canadian banks have now established or acquired securities firms. This development took place against the backdrop of a continuing international trend towards allowing banks to become more involved in the securities industry.

International developments

Economic expansion in the major industrial countries was unexpectedly strong in 1988, and signs of emerging inflationary pressures in many countries led to a general tightening of monetary conditions. Progress was made in reducing the payments imbalances between Germany, Japan and the United States during the first part of the year, but the pace of adjustment began to slow and showed some signs of reversing as the year progressed.

For the developing countries, favourable external developments such as the strong growth of spending in industrial countries and a general strengthening of commodity prices were offset by rising international interest rates and, in some cases, by weaker world oil prices. While there was a broad improvement in ratios of debt to GNP and debt to exports of goods and services, many debtor countries had problems servicing their debts and continued to face a difficult financing environment in 1988. In particular, banks became increasingly reluctant to raise their exposure through new lending. However, this situation was mitigated by the further development of alternative financing options and increased acceptance of various forms of voluntary debt reduction.

Major industrial countries[1]: Output and consumer prices[2]



1. United States, Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy, Canada
2. 1982 GDP/GNP weights

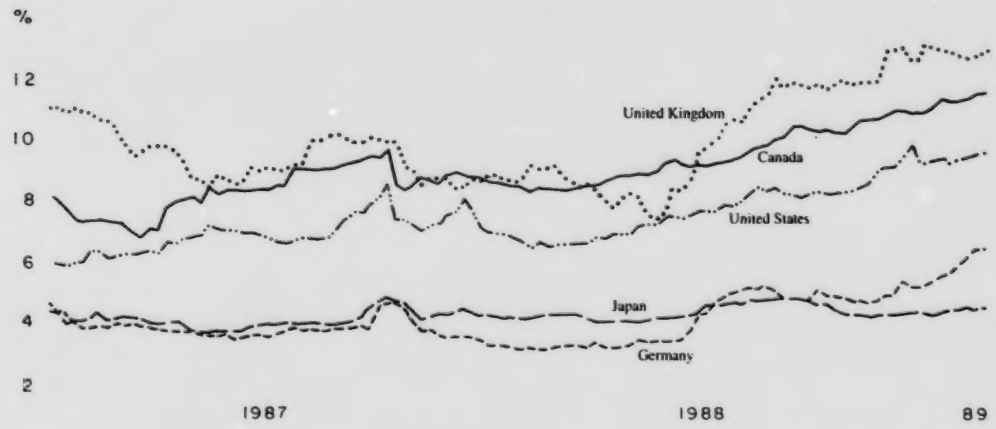
e Estimate

Industrial countries

The pace of economic activity in the seven major industrial countries accelerated throughout 1987 and into the first quarter of 1988, despite a major correction in equity prices in October 1987. In light of this unexpectedly rapid expansion, concern shifted towards the potential for a resurgence of inflation and away from any possible adverse consequences arising from the stock market crash. Evidence of capacity constraints began to emerge, and consumer price inflation drifted upward in a number of countries, despite weak oil prices. Adding to these pressures were rapid increases in world prices of many non-oil commodities, particularly during the first half of the year.

To counteract these developing inflationary pressures monetary policy was tightened during 1988 in most of the major industrial countries, resulting in rising short-term interest rates. However, long-term interest rates remained relatively steady, reflecting market expectations that these policy actions would forestall a resurgence of inflation in the medium term. The tightening of policy was greatest in the United Kingdom, Canada and the United States, where inflationary pressures were most evident. While the growth of aggregate expenditure moderated in the second half of the year, the

Short-term interest rates of selected major industrial countries

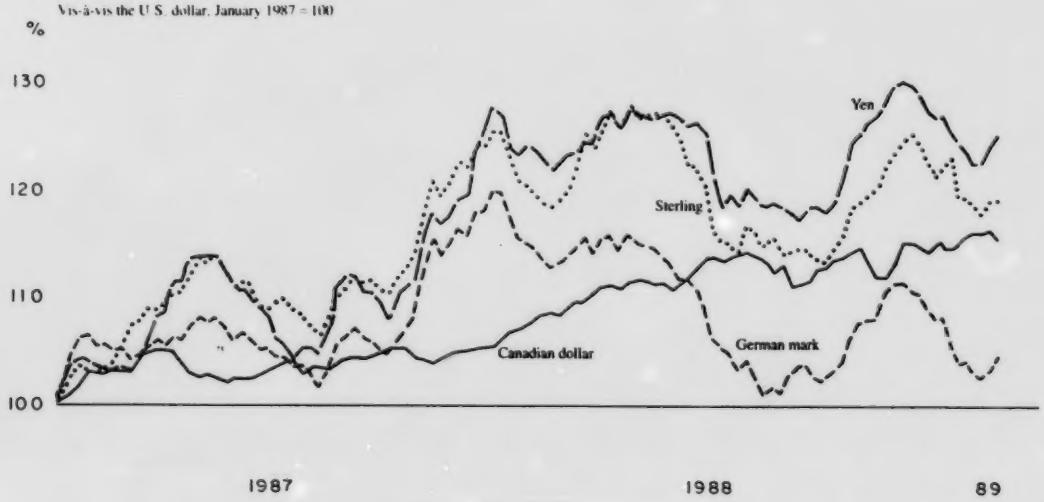


pace of economic expansion has remained high by recent standards, and no clear evidence of an easing of inflationary pressures has yet emerged.

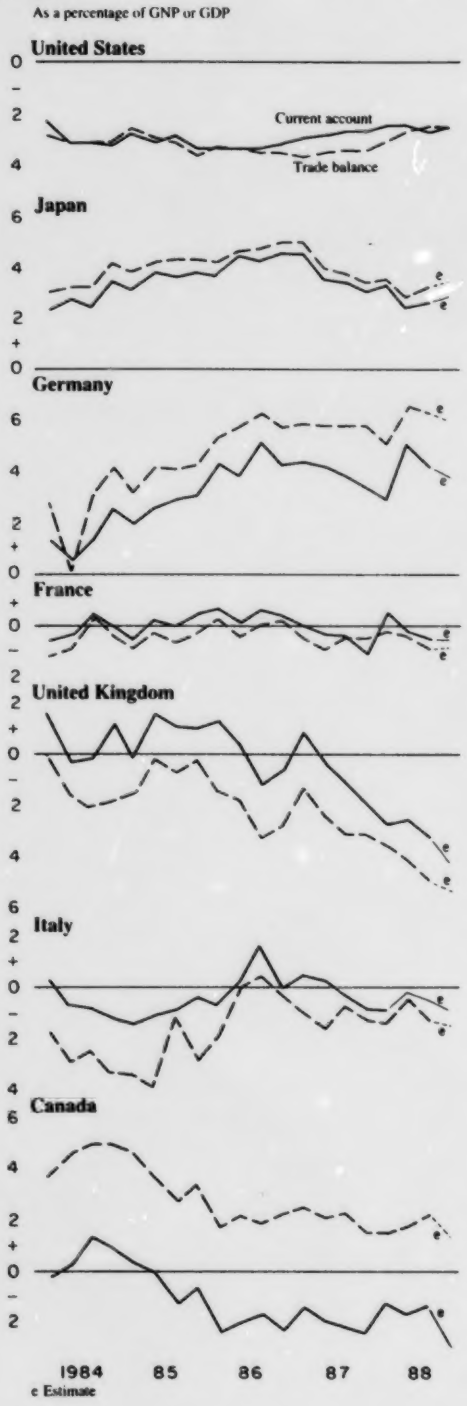
For the year as a whole, the pattern of spending and output growth in the United States, Japan and West Germany was consistent with reductions in the large bilateral imbalances that had developed in the external payments of these countries. The resulting improvements, which were most evident in Japan and the United States, reflected earlier declines in the exchange value of the U.S. dollar as well as fiscal policy

Selected exchange rates

Vis-à-vis the U.S. dollar, January 1987 = 100



External balances of the seven major industrial countries



adjustments undertaken in the context of the G-7 policy co-ordination process and in response to financial market developments after October 1987. In the United States the merchandise trade balance, as a percentage of GNP, improved noticeably during the first half of the year. The current account balance, which includes payments for services and interest income, showed much less improvement owing to the growth in interest payments to service U.S. foreign debt. The Japanese trade surplus declined early in the year, but much of this progress was reversed in the second half, as exports to other Asian countries and Europe continued to expand. Germany's trade surplus rose sharply in the second quarter of 1988, owing in large part to strong growth in exports of capital goods to other European countries, but resumed its downward trend relative to GNP in the second half of the year. These developments were accompanied by some deterioration in the external balances of other industrial countries, particularly the United Kingdom.

Signs of progress in reducing the U.S. trade deficit supported the U.S. dollar during the year, halting the steady depreciation that had been observed since early 1985. The dollar was also supported by expectations of higher U.S. interest rates, based on evidence that the U.S. economy was growing more quickly than previously anticipated. While the Japanese yen showed little net change against the U.S. dollar during 1988, it appreciated significantly against the German mark and other continental European currencies. Sterling also appreciated steadily against the mark over the course of the year, while depreciating somewhat against the yen. On a number of occasions concerted intervention in the foreign exchange market by the G-7 countries helped to foster a more orderly exchange rate environment than had been typical in recent years.

Uncertainty over the future course of U.S. fiscal and monetary policy and of world oil prices resulted in renewed downward pressure on the U.S. dollar towards the end of the year. Going into 1989, however, exchange market sentiment was, on balance, in favour of the dollar, as world oil prices firmed and economic data continued to indicate a strongly growing U.S. economy.

Developing countries

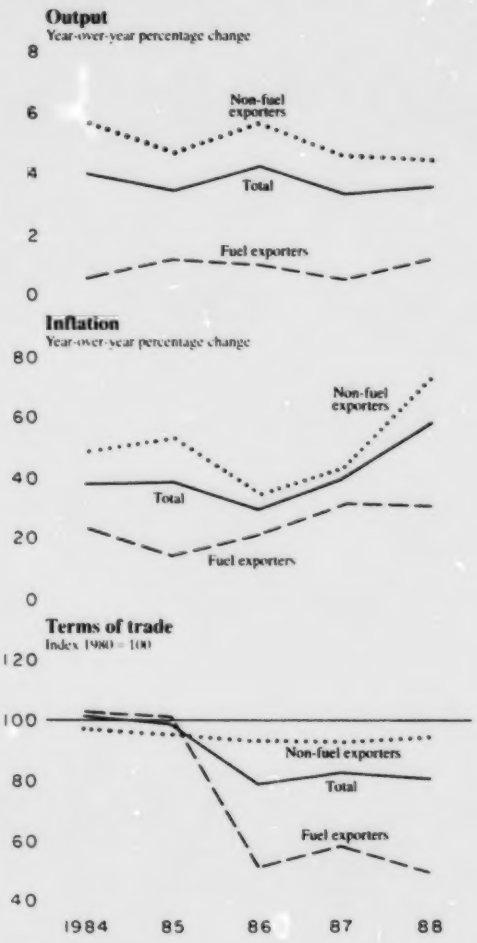
Economic performance in the developing countries was mixed in 1988. The growth of aggregate output was slightly higher, but the average rate of inflation rose to a new peak, largely as a result of a further acceleration of price increases in a number of countries with traditionally high inflation rates. In aggregate, the current accounts of developing countries swung into modest deficit in 1988 from near balance in the previous year, as the drop in oil prices weakened the position of oil exporters.

A variety of factors help to explain the apparent inability of the developing countries as a group to benefit more from the strong pace of economic activity in the industrial countries and the strengthening of demand and prices for industrial raw materials. For certain countries, favourable spillover effects were offset by the weakness in world oil markets, lower prices for some tropical commodities and the rise in international interest rates, which added to debt-servicing burdens. The effects of these adverse external factors were compounded in some countries by a failure to deal with serious domestic problems, particularly accelerating rates of inflation.

Many of the heavily indebted developing countries continued to face difficulties in meeting debt-service payments. The International Monetary Fund (IMF) and the World Bank remained actively involved in the efforts of debtor countries to deal with their problems, providing support both through policy advice and financial assistance. During the past year the authorized capital of the World Bank was increased by four-fifths, to U.S.$171.4 billion. This will enable the Bank to increase its lending to developing countries. An existing IMF lending facility was also modified so that countries undertaking Fund-supported adjustment programs could qualify for additional financing in the event of adverse external developments. As a result of an agreement among official creditors following an initiative at the Toronto Summit in June, the poorest debtor countries, primarily those in sub-Saharan Africa, became eligible for special concessional terms in future debt rescheduling undertaken under the aegis of the Paris Club.

Agreements were also reached between banks and debtor countries on debt restructuring

Developing countries

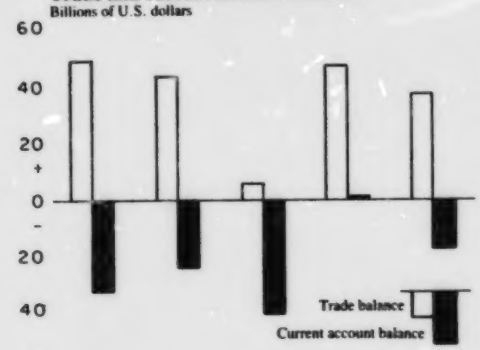


and the provision of new money, with Brazil the most notable example. The agreement with Brazil allowed it to become current on interest payments and provided for the rescheduling of much of the debt owed to banks. Nevertheless, there has been evidence of a growing reluctance on the part of banks to lend to the less-developed debtor countries. The resulting difficulties in negotiating financing agreements, compounded in some cases by a failure of the debtor country to adopt policies that can be supported by the IMF and the World Bank, and a growing diversity of interests among banks, has increasingly led debtor countries to use arrears in interest payments on loans as a substitute for new external financing.

Developing countries

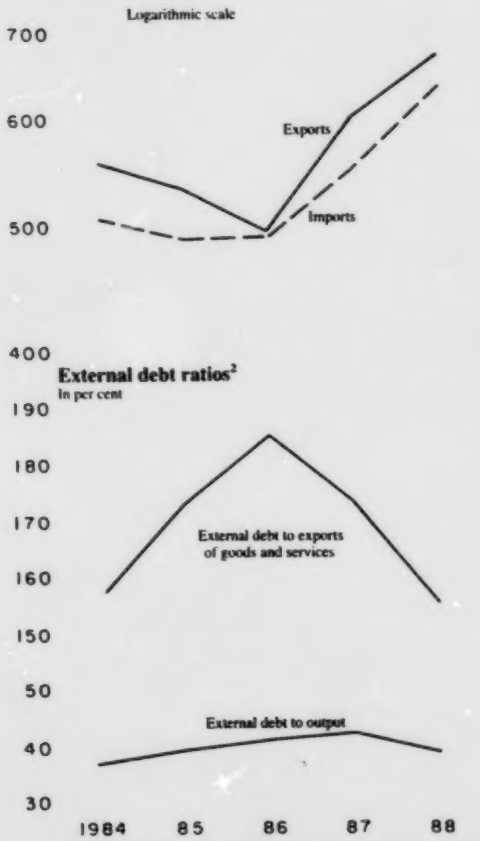
Trade and current account balances

Billions of U.S. dollars



Merchandise trade

Billions of U.S. dollars



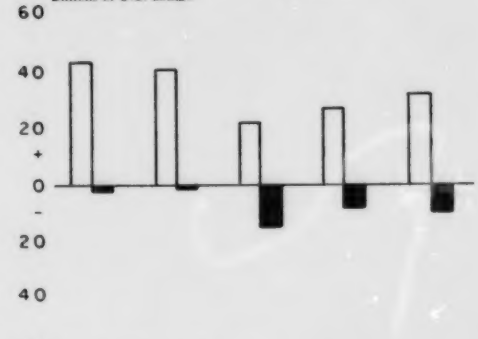
External debt ratios[2]

In per cent

Fifteen heavily indebted countries[1]

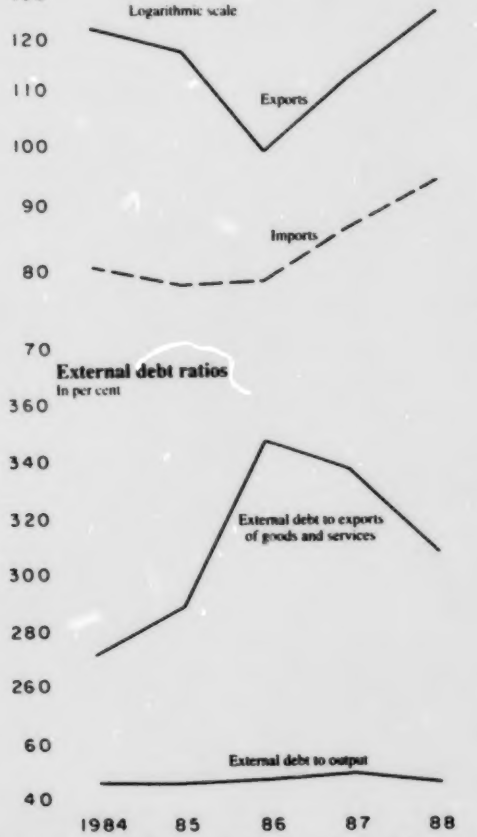
Trade and current account balances

Billions of U.S. dollars



Merchandise trade

Billions of U.S. dollars



External debt ratios

In per cent

1. Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Côte d'Ivoire, Ecuador, Mexico, Morocco, Nigeria, Peru, Philippines, Uruguay, Venezuela, Yugoslavia

2. Ratios apply to capital-importing developing countries only

In this environment there has been increased emphasis on widening the range of financing options offered to banks as an incentive to participate in financing packages, and on ways of reducing outstanding debt. The Brazilian agreement was notable for the range of options that it contained, including provision for debt/equity swaps and special "exit" bonds that allowed banks to eliminate or reduce future commitments in new money or rescheduling arrangements. Debt/equity conversion programs have been introduced in a number of countries, frequently as part of a financing package.

Debt has also been reduced in other ways. In early 1988 Mexico conducted an auction of collateralized bonds in exchange for bank debt and in the process moderately reduced its outstanding debt. Bolivia reached agreement with its creditor banks on an arrangement under which it bought back a portion of its bank debt at a substantial discount, using funds donated by creditor governments. Chile, with the agreement of its creditor banks, has taken advantage of unexpectedly strong earnings from copper exports to buy back a modest amount of debt at a discount.

In 1988 the Bank of Canada, with the concurrence of the Minister of Finance, participated with other industrial countries in three short-term bridge-financing arrangements for debtor countries. In each case the financing was related to an economic adjustment program being undertaken by the country with assistance from the IMF and/or the World Bank. Canada's share in a loan of U.S.$250 million arranged for Yugoslavia was U.S.$10 million. The Canadian share in a U.S.$500 million loan for Brazil was U.S.$25 million, and in a U.S.$500 million loan for Argentina it was U.S.$22.5 million. At year-end the loans to Yugoslavia and Brazil had been repaid and a small amount was outstanding on the loan to Argentina.

BANK OF CANADA OPERATIONS

Bank of Canada advances and securities market operations

The Bank of Canada makes available overnight advances to members of the Canadian Payments Association (CPA) when such temporary loans are needed to enable them to meet their reserve requirements or to replenish their settlement balances at the Bank of Canada. Advances of this type amounted to $342 million at the end of 1988 and were repaid on the first business day of the new year. A summary of advances made to CPA members in 1988 is shown in Appendix table 4.

Longer-term advances to the Canadian Commercial Bank and to the Northland Bank continued to decline in 1988. The continuing liquidation of assets of these two insolvent banks allowed such advances to be reduced to $143 million by the end of 1988 from a level of $362 million at the beginning of the year.

The Bank of Canada also extends credit in the form of Purchase and Resale Agreements (PRA) to investment dealers that are money market jobbers. PRA may be initiated by jobbers to finance a portion of their money market inventories when other sources of financing are unavailable or unduly expensive. However, PRA may also be initiated by the Bank of Canada to offset inappropriate upward pressure on overnight financing rates. This form, commonly known as "Special" PRA, has become dominant over the past two years. In fact, about 70 per cent of the total credit extended to jobbers in 1988 was through Special PRA.

The Bank's use of Sale and Repurchase Agreements (SRA), introduced in 1986, also continued to develop in 1988. SRA are initiated by the Bank to counter inappropriate downward pressure on overnight financing rates. SRA transactions were undertaken on ten occasions in 1988, most notably in June, when a total of $2.4 billion was arranged. Both Special PRA and SRA transactions give the Bank a more direct and immediate influence over very short-term interest rates than can be achieved through cash reserve management or open market operations in treasury bills. Appendix table 4 shows PRA and SRA transactions during 1988.

The Bank of Canada's holdings of Government of Canada securities rose marginally in 1988, registering an increase of $241 million. The Bank adjusts its portfolio of these securities either through market transactions, transactions with clients or by varying its participation in new issues of marketable bonds and weekly treasury bill tenders. During 1988, the Bank's participation at the weekly tender of treasury bills was related in large part to client orders, mainly from central banks and other international institutions; total client purchases of treasury bills more than doubled to about $8.3 billion. Net sales of treasury bills by the Bank in the open market amounted to $2.5 billion compared with $1.7 billion in the previous year. Intervention in the open market was most evident in June and December, as the Bank moderated downward pressure on short-term interest rates by selling treasury bills. In addition, during 1988, at times of upward pressure on interest rates, the Bank undertook so-called "switching operations" totalling $1.3 billion in which it mainly bought treasury bills of about 3 months to maturity in exchange for shorter maturities.

The Bank acquired $143 million of Government of Canada marketable bonds over the course of the year through modest net purchases of new issues. The changes to the Bank's portfolio of Government of Canada securities in 1988 are shown in Appendix table 3.

Management of government debt and cash balances

The Bank, as fiscal agent for the Government of Canada, provides advice on debt management policy as well as administrative support for debt operations. In 1988, the government's domestic debt increased by $31.3 billion, $6.8 billion more than the net amount borrowed in 1987. This increase in borrowings mainly reflected the need to finance the net purchase of about $10½ billion of foreign exchange in 1988 as compared with a net purchase of about $5 billion in 1987.

Treasury bills, usually issued for terms of 3 months, 6 months and one year, accounted for two-thirds of the increase in outstanding debt in 1988. Marketable bonds, ranging in term from 2 years to 21 years, comprised the remainder, with the amount of outstanding Canada Savings Bonds marginally lower over the year. As a result, treasury bills increased as a percentage of total domestic government debt outstanding, rising from about 32.3 per cent to 36.5 per cent. Marketable bonds fell to 43.2 per cent of the total, down about 1 percentage point. Savings bonds continued to decline, as they have in most recent years (the exception being 1987, a year of record sales), falling to 20.3 per cent of total debt from 23.3 per cent in 1987. During 1988 the average term of the government's marketable domestic debt, including treasury bills and marketable bonds but excluding savings bonds, declined from 4 years, 11 months to 4 years, 5 months.

The ability to vary the size of the weekly auctions was an important element of the government's 1988 treasury bill program. For example, auctions of $5 billion, a record amount, were held on several occasions. In contrast, offerings as low as $3 billion were auctioned during November in the immediate aftermath of the annual savings bond campaign. During the year, weekly changes to the outstanding treasury bill stock ranged from a net decrease of $900 million to a net increase of $1.7 billion. The government also made greater use of shorter-term treasury bills, ranging in term from 8 days to 46 days, in order to bridge temporary low points in its cash balances and to operate with a lower overall level of cash balances. A total of about $14 billion of these treasury bills was issued in 1988, compared with $5 billion in 1987.

In keeping with its efforts to manage its cash balances more effectively, the government stepped up its use of competitive auctions for term deposits. Under these arrangements, which have been in place since 1986, the government auctions a portion of its cash balances for various terms through competitive bidding. Eligible bidders are directly clearing members of the Canadian Payments Association. The Bank of Canada, as fiscal agent, forecasts near-term daily cash balances, advises the government on the size, term and frequency of auctions, and carries out the auction operations. During 1988, the frequency of auctions doubled to typically four or five times weekly. These auctions ranged in size from $200 million to $2.5 billion and in term from 1 day to 13 days.

The 1988 marketable bond program comprised 25 new issues that offered a balanced supply of short-, medium- and long-term bonds. Issue details are provided in Appendix table 5. The average term of the new issues was approximately 8 years, unchanged from the previous year. The share of new issues sold by auction, as opposed to the traditional method of placing offerings through a syndicate of investment dealers and banks, increased to 54 per cent in 1988 from about 50 per cent during the previous year.

The 1988 issue of Canada Savings Bonds, which offered a first-year rate of 9½ per cent, generated gross sales of about $15 billion. The sales broadly offset redemptions of the outstanding stock during the year, including a record maturity of $6.2 billion of savings bonds in November 1988. The previous record maturity was just over $3.5 billion in 1985. A significant

innovation of the 1988 campaign was a change in the sales period from the first week in November to the latter part of October, with the last day of sales being 1 November. This new timetable provided the government with a better match between the proceeds from new sales and the outflows that take place in early November because of annual interest payments and the redemption of savings bonds that have matured.

In February 1989, in response to the general rise in short-term interest rates, the Minister of Finance announced an increase of one percentage point in the Canada Savings Bond rate, covering the period March through June.

The table below shows changes in Government of Canada domestic securities outstanding during 1987 and 1988.

Changes in Canadian dollar Government of Canada securities outstanding during 1987 and 1988

Billions of dollars (par value)

	1987	1988
Treasury bills	4.5	21.0
Marketable bonds	11.2	11.0
Canada Savings Bonds	8.8	−0.7
Total	24.5	31.3
Held by:		
Bank of Canada		
Treasury bills	1.9	0.1
Marketable bonds	0.1	0.1
Total	2.0	0.2
Chartered banks		
Treasury bills	−3.7	2.2
Marketable bonds	1.1	0.9
Total	−2.6	3.1
Government accounts		
Treasury bills	–	0.2
Marketable bonds	0.3	0.1
Total	0.3	0.3
General public		
Treasury bills	6.3	18.5
Marketable bonds	9.7	9.9
Canada Savings Bonds	8.8	−0.7
Total	24.8	27.7

In February, the Government of Canada initiated a domestic interest rate swap program to help reduce its debt-service charges. Under the swap agreements, the government will receive interest payments at a fixed rate, from the swap counterparties, that will be applied towards the interest cost on outstanding fixed-rate Government of Canada bonds. In exchange, the government will make floating-rate payments on equivalent principal amounts to the counterparties, based on three-month bankers' acceptance rates. By the end of the year, $950 million in swaps had been negotiated. These swaps, all with Canadian financial institutions, ranged in term from 2 years, 8 months to 10 years, 2 months. If the average spread between three-month bankers' acceptances and three-month treasury bills continues to be about 15 basis points, as has recently been the case, the government's effective floating-rate cost on these swaps would translate into about 73 basis points below the three-month treasury bill rate.

Foreign exchange reserves doubled in 1988 as the Canadian dollar continued to appreciate. The higher level of reserves provided the Government of Canada with the flexibility to retire about U.S.$1.5 billion of its foreign debt. Two issues, U.S.$100 million in June and U.S.$500 million in October, were paid off upon maturity and a yen 120 billion syndicated loan was called for early redemption in July. Details of these transactions are given in Appendix table 5. No new issues payable in foreign currencies were undertaken in 1988.

As a further means of employing exchange reserves, the government repurchased in the market about U.S.$236 million of its unmatured foreign debt in 1988. The program, which was initiated towards the latter part of the year, involved three Government of Canada U.S. dollar issues, maturing in July 1995, April 1998 and October 1998, that were originally placed in the U.S. market.

The level of outstanding Canada Bills, which are short-term U.S. dollar notes issued by the Government of Canada in the U.S. money market, was generally maintained in a range of U.S.$725 million to U.S.$1,050 million, ending 1988 at U.S.$1,044 million. The program, introduced in the fall of 1986, provides access to a relatively low-cost source of U.S. dollars. As of-

ficial requirements for U.S. dollars have declined, the program has been maintained at a minimal level consistent with the objective of preserving this channel of access to the U.S. money market.

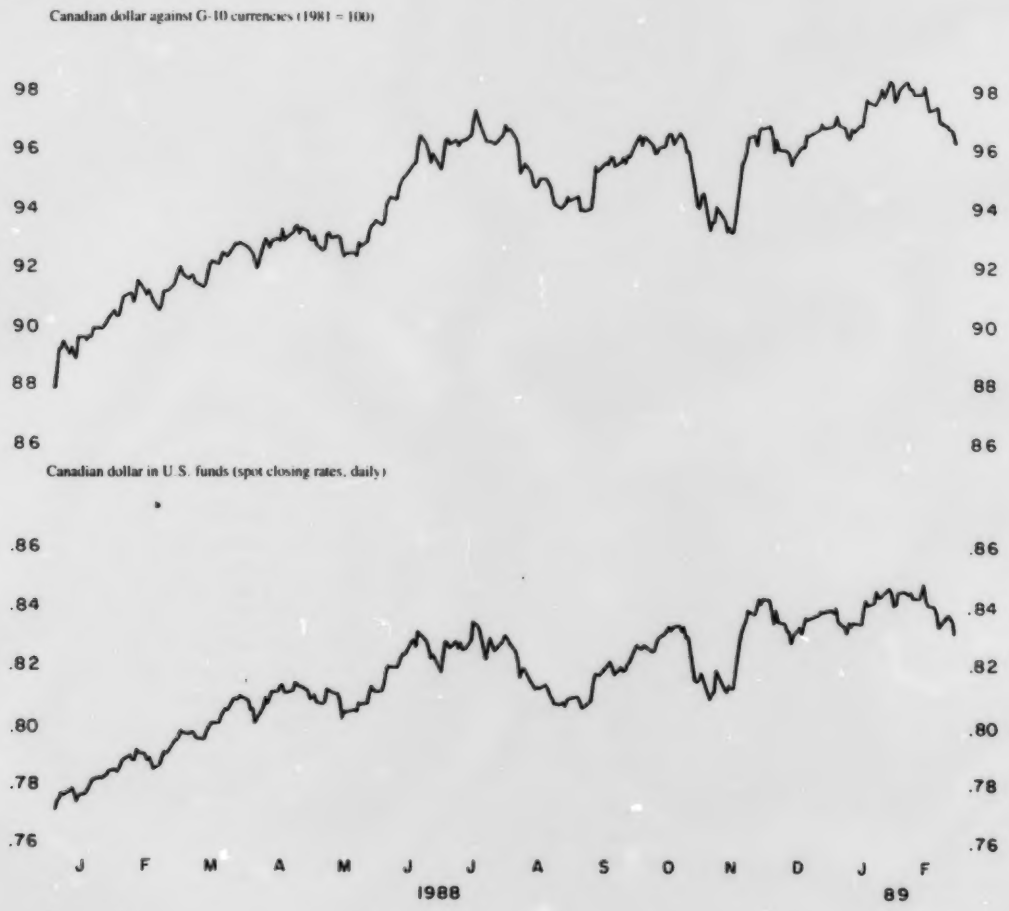
The Government of Canada's U.S. dollar standby credit facilities, which provide short-term credit of up to U.S.$3 billion from Canadian banks and up to U.S.$4 billion from other international banks, were not used in 1988.

Foreign exchange operations

During 1988, the Canadian dollar appreciated by about 10 per cent on a trade-weighted basis against the G-10 currencies and by 9 per cent against the U.S. dollar. The greater gain on a trade-weighted basis reflects the U.S. dollar's net appreciation over the period against the major overseas currencies.

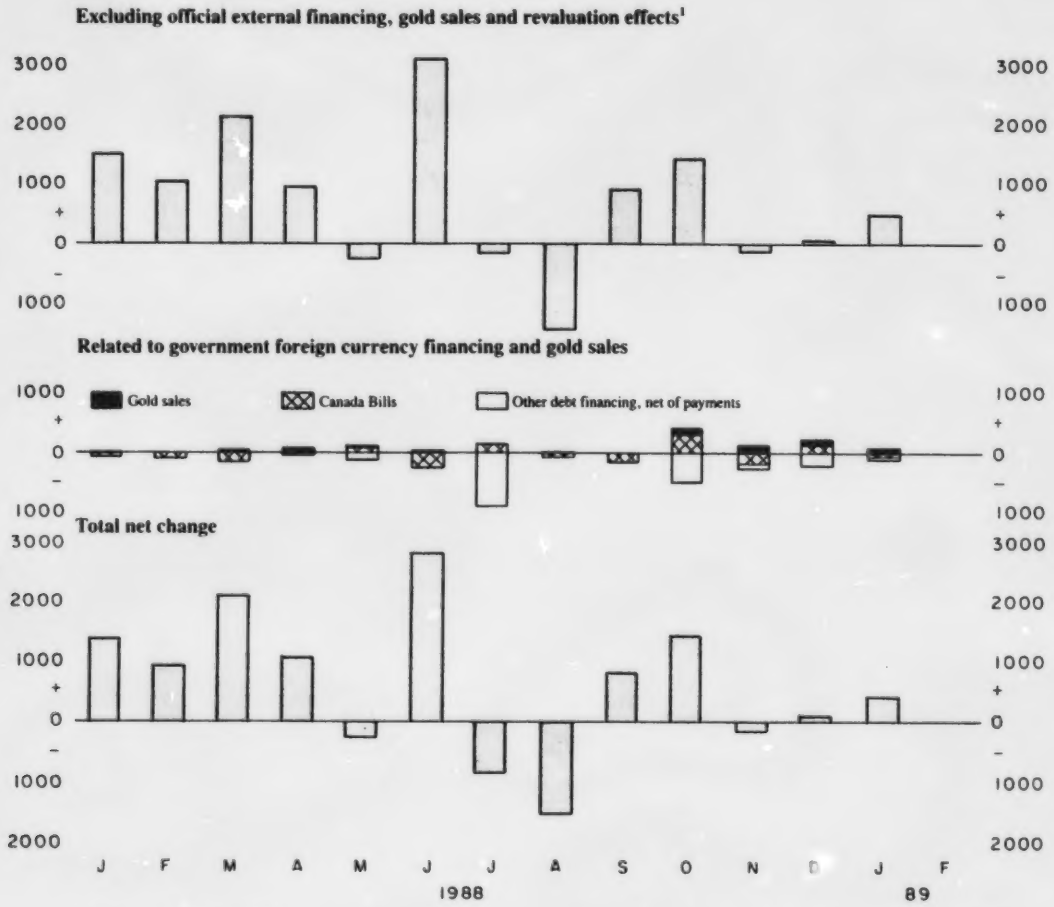
The Canadian dollar rose strongly against the U.S. dollar in the first seven months of the year, increasing from its 1987 closing level of 76.96 cents (U.S.) to 83.73 cents (U.S.) in late July. Through the balance of the year the Canadian dollar traded over a wide range, experiencing two periods of significant weakness – during

Exchange rates



Last date plotted 27 February 1989

Changes in official reserves
Millions of U.S. dollars, monthly



1 The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the U.S. dollar depreciates in terms of SDRs and falls when the opposite occurs

August and in late October/early November – and a period of strength following the 21 November federal election. It recorded its 1988 high of 84.44 cents (U.S.) on 5 December before closing the year at 83.86 cents (U.S.). In early 1989, the Canadian dollar rose to levels around 84.50 cents (U.S.) before falling back somewhat towards the end of February.

Foreign exchange market operations by the Bank of Canada, acting as agent for the federal government's Exchange Fund Account, were aimed at promoting orderly conditions in the Canadian dollar exchange market. Given the strong appreciation of the Canadian dollar in 1988, official purchases of foreign exchange, predominantly U.S. dollars but also German marks and Japanese yen, greatly exceeded sales and led to an increase in official reserves. Reserves almost doubled from U.S.$8,203.2 million at the end of 1987 to U.S.$16,197.6 million

at the end of 1988. In January 1989, they increased by an additional U.S.$406.5 million.

On several occasions during 1988, the Bank of Canada joined central banks of other G-7 countries in concerted action to moderate fluctuations in the exchange rate for the U.S. dollar against the major overseas currencies. Such intervention occurred in both the U.S. dollar/German mark and U.S. dollar/Japanese yen markets. The level of Canada's international reserves was not affected by this intervention, which resulted only in a shift in the composition of foreign currency holdings.

Note issue, debt service and banking operations

In addition to the activities described in previous sections of this Report, the Bank carries out a number of functions requiring the processing of large volumes of material and data. In particular, the Bank is responsible for the issue of bank notes and, as noted earlier, acts as fiscal agent for the Government of Canada. The Bank also provides banking services to the government and operates deposit accounts for members of the Canadian Payments Association, foreign central banks and international institutions. As well, the Bank is the custodian of unclaimed balances originally deposited with chartered banks and transferred to the Bank after being inactive for ten years.

Over one-half of the Bank's staff is directly involved in carrying out these operations. Despite increasing volumes of work, staffing levels in these areas declined somewhat in 1988 as a result of further streamlining of operations, as well as greater use of automated systems to support the workload. It is estimated that of the Bank's total expenses some three-quarters are attributable to the purchase and issue of bank notes and to the fiscal agent function.

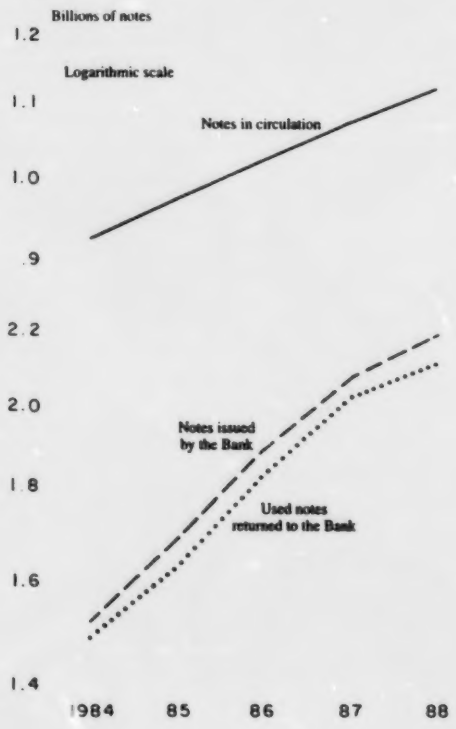
Note issue

Bank notes are issued by the Bank of Canada to meet the public's demand for additional notes and to replace worn notes withdrawn from circulation. The Bank both issues new notes and reissues used notes still fit for circulation that have been returned to the Bank by financial institutions with surplus holdings.

To process the increasing volumes of used notes returned to the Bank, high-speed note-handling equipment has been installed in all Agencies over the past few years. The financial institutions appear to have increasingly accepted that notes processed with this equipment and reissued by the Bank are of suitable quality for use in automated banking machines. This contributed to a smaller increase in the number of notes returned to, and obtained from, the Bank by financial institutions in 1988. In particular, the flows of $20 notes were little changed in 1988 following several years of rapid growth. The $20 note is the principal denomination used in automated banking machines and accounts for over one-quarter of all notes in circulation.

A new one-dollar coin, introduced by the government in mid-1987, is estimated to have displaced about 25 million notes by the end of 1988. The Bank of Canada will cease to issue the one-dollar note on 30 June 1989. The note

Bank notes



will remain legal tender for its full face value even when it is no longer in general circulation.

On 12 December 1988, the Bank began to sell uncut sheets of 40 one-dollar bank notes over the counter at all Agencies, for $50 plus provincial sales tax where applicable. By the end of 1988, almost 23,000 sheets had been sold. On 6 January 1989, the Bank announced that uncut sheets could also be ordered by mail for delivery within Canada, at an additional registered mail postage charge of $5 per parcel. In January, a further 15,000 sheets were sold. It is intended that these sheets remain on sale until 30 June 1989.

Debt service

The volume of work involved in administering the government's debt increased substantially in 1988, with the number of certificates processed and interest payments made rising by over one-quarter. Over 80 per cent of this work is related to Canada Savings Bonds.

Most processing associated with sales of compound-interest Canada Savings Bonds takes place early in the year, following the fall sales campaign. Accordingly, there was a sharp increase in such work in 1988 following the record sales of the 1987-88 Series of Canada Savings Bonds. With lower sales of the 1988-89 Series, there was some decline in work related to the issue of regular-interest Canada Savings Bonds, which are prepared and registered by the Bank of Canada in the year of sale.

The record 1987 Canada Savings Bond campaign led to an increase in the number of interest payments made in 1988. Printing and mailing for Canada Savings Bond interest payments and statements is carried out by Supply and Services Canada. The number of Canada Savings Bonds redeemed also increased sharply in 1988 in line with the record maturity in November, when the 1981-82 Series of bonds came due. There had been substantial sales of these bonds, and an unusually large proportion was held to maturity, reflecting their favourable yield.

Unclaimed bank balances

The Bank responded to some 9,000 inquiries concerning unclaimed bank balances in 1988, an increase of one-third from the previous year. The number of inquiries has tripled since 1983 when copies of the central records of all balances held by the Bank were placed in each Agency, where they can be reviewed free of charge. In 1988, the Bank searched 6,800 records and made payments of $1.7 million in respect of 2,700 accounts.

The Canadian Depository for Securities

During the year the Bank continued to work with the Canadian Depository for Securities Limited (CDS) in supporting their effort to make the clearing and settlement of securities transactions more efficient. All new domestic issues of Government of Canada marketable bonds, beginning with the 23 February 1988 auction, have been delivered to the financial community using CDS's "New Issue Distribution Service for Canada Bonds." Work is at an advanced stage on arrangements to permit CDS to declare all domestic issues of Government of Canada marketable bonds eligible for inclusion in their computerized clearing and settlement systems.

APPENDIX TABLES

Bank of Canada assets and liabilities

Monthly changes, millions of dollars[1]

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Advances to CPA members	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities			
						Chartered banks	Other CPA members	Government of Canada	Other
1988									
January	−514	−1,200	−56	−123	−2,155	−435	−191	932	−45
February	−535	−	−238	−186	81	−407	266	−760	−139
March	1,114	−5	11	−164	140	579	−134	332	38
April	−970	221	−240	101	12	−351	8	−514	−44
May	−889	1,261	241	50	803	−104	−112	−3	79
June	965	−79	−45	−77	445	182	30	5	102
July	568	−401	18	43	202	101	21	−	−95
August	−646	798	−72	−72	−50	−193	47	−2	206
September	1,136	−1,631	44	22	−261	196	−113	2	−253
October	341	507	147	−24	184	614	130	−1	44
November	−502	−276	−282	2	386	−1,369	−93	−	18
December	83	1,959	159	392	1,798	714	112	2	−33
Annual change	151	1,154	−313	−36	1,585	−473	−29	−7	−122
1989									
January	−485	−1,929	7	−137	−2,323	−127	−249	−2	157

1. Components may not add to totals because of rounding

Chartered bank cash reserves and clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Chartered bank cash reserves			
		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits
1988					
January	1–15	5,385	3,483	1,902	1,987
	16–31				2,023
February	1–15	5,563	4,021	1,542	1,606
	16–29				1,635
March	1–15	5,294	3,317	1,977	2,018
	16–31				2,184
April	1–15	5,231	3,291	1,940	2,091
	16–30				2,073
May	1–15	5,165	3,311	1,854	1,973
	16–31				1,890
June	1–15	5,268	3,265	2,003	2,064
	16–30				2,123
July	1–15	5,330	3,469	1,861	1,924
	16–31				2,015
August	1–15	5,443	3,526	1,917	2,015
	16–31				1,965
September	1–15	5,440	3,563	1,877	1,902
	16–30				1,995
October	1–15	5,513	3,574	1,939	2,000
	16–31				2,017
November	1–15	5,432	3,610	1,822	1,854
	16–30				1,894
December	1–15	5,522	3,637	1,885	1,964
	16–31				2,012
1989					
January	1–15	5,472	3,711	1,761	1,849
	16–31				1,798
February	1–15	5,593	4,271	1,323	1,426

Sum of reservable day weights in period	Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association	
			Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of clearing days in month
14	1,196	.062	165	20
14	1,692	.087		
15	952	.046	179	21
14	1,303	.067		
15	620	.031	174	23
19	3,933	.155		
14	2,110	.114	155	20
14	1,869	.101		
14	1,662	.091	144	21
16	584	.028		
15	910	.046	167	22
18	2,155	.091		
14	882	.047	161	20
14	2,158	.115		
15	1,455	.071	151	23
16	759	.035		
15	384	.019	137	21
17	2,005	.086		
14	859	.045	151	20
15	1,172	.057		
15	483	.024	140	21
15	1,092	.054		
15	1,175	.057	185	20
18	2,279	.092		
13	1,135	.064	129	21
16	581	.027		
15	1,547	.075		

Bank of Canada net transactions in Government of Canada securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (−) investment dealers and banks				
	Outright transactions		Transactions under[1]		
	Treasury bills	Bonds	PRA	SPRA	SRA
1988					
January	−145.0	–	+178.6	+961.0	–
February	−370.0	–	−10.4	−1,029.0	–
March	–	–	+622.1	–	–
April	–	–	−893.3	+213.0	–
May	–	–	–	−213.0	–
June	−705.0	–	–	–	–
July	−230.0	–	–	+345.0	–
August	–	–	–	−345.0	−300.0
September	−15.0	–	+137.0	–	+300.0
October	−235.0	–	−137.0	+318.0	–
November	–	–	+50.0	−318.0	−850.0
December	−820.0	–	−50.0	–	+850.0
Total	−2,520.0	–	−103.0	−68.0	–
1989					
January	−185.0	–	–	–	–

1. PRA denotes Purchase and Resale Agreements; SPRA denotes "Special" Purchase and Resale Agreements; SRA denotes Sale and Repurchase Agreements
2. Including PRA, SPRA and SRA transactions

Net transactions with government and other client accounts				Net change in holdings of Government of Canada securities[1]		
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (−) government accounts and client accounts		Bills	Bonds	Total
Bills	Bonds	Bills	Bonds			
−614.0	+5.0	−861.9	+2.8	−481.3	+7.8	−473.5
+1,667.1	−201.0	−626.9	+0.1	−374.2	−195.9	−570.1
+1,279.4	+26.4	−778.3	−9.0	+1,035.2	+105.4	+1,140.6
+30.1	+75.0	−418.1	−	−975.3	−18.0	−993.3
−343.6	−	−348.4	+1.0	−905.0	+1.0	−904.0
+2,402.0	+78.9	−772.1	+0.5	+924.9	+79.4	+1,004.3
+1,157.2	+75.0	−746.1	−	+526.1	+75.0	+601.1
+919.9	+20.0	−955.9	+2.0	−681.0	+22.0	−659.0
+1,054.8	+85.0	−367.6	−	+1,109.2	+85.0	+1,194.2
+1,335.8	+27.4	−964.7	−	+307.1	+37.4	+344.5
+1,123.7	−59.9	−455.3	−	−439.6	−69.9	−509.5
+1,038.0	+13.3	−965.9	−	+52.1	+13.3	+65.4
+11,050.4	+145.1	−8,261.2	−2.6	+98.2	+142.5	+240.7
+885.2	+10.0	−1,225.0	−	−524.8	+10.0	−514.8

Bank of Canada advances to members of the Canadian Payments Association; PRA and SRA outstanding

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Advances to chartered banks		Advances to directly clearing non-bank members of the CPA	
		Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[2]
1988					
January	1–15	10	389.5	9	19.2
	16–31	10	379.6		
February	1–15	11	346.1	11	30.2
	16–29	10	372.5		
March	1–15	11	328.4	9	21.8
	16–31	12	317.2		
April	1–15	10	301.9	9	12.9
	16–30	10	278.5		
May	1–15	10	289.5	7	15.1
	16–31	11	287.4		
June	1–15	11	278.4	8	22.8
	16–30	11	266.3		
July	1–15	10	267.4	9	25.0
	16–31	10	224.8		
August	1–15	11	217.3	8	25.0
	16–31	12	222.6		
September	1–15	10	218.8	8	12.5
	16–30	11	216.6		
October	1–15	9	215.9	6	12.6
	16–31	11	211.1		
November	1–15	10	228.7	11	10.2
	16–30	11	213.3		
December	1–15	11	169.3	6	17.1
	16–31	9	182.1		
1989					
January	1–15	9	187.5	12	22.0
	16–31	12	173.3		
February	1–15	11	201.0		

1. Average based on the number of reservable days in the averaging period
2. Average based on the number of clearing days in the month
3. Including "Special" PRA

Purchase and Resale Agreements[3]		Sale and Repurchase Agreements	
Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]
5	148.8	–	–
5	283.2	–	–
10	287.6	–	–
1	27.1	–	–
6	72.3	–	–
8	243.6	–	–
5	148.9	–	–
3	70.0	–	–
6	226.2	–	–
1	7.1	–	–
5	106.0	2	90.9
–	–	4	130.5
1	11.7	1	10.0
6	189.0	–	–
9	446.6	–	–
4	75.2	1	25.0
5	77.1	–	–
2	36.0	–	–
1	35.0	–	–
3	61.8	–	–
4	213.1	–	–
4	90.0	2	95.5
4	69.1	–	–
3	97.0	–	–
3	69.1	–	–
1	5.7	1	6.3
3	29.3	1	25.0

Government of Canada direct and guaranteed marketable securities: New issues and retirements

Date in 1988	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – Direct and guaranteed					
5 Jan.	10% 1 March 1995	7 yrs. 1 mo. 27 days	10.15	450	
1 Feb.	8¼% 1 February 1988				125[1]
	10¼% 1 February 1988				500[2]
	11¼% 1 February 1988				350[3]
	9¼% 1 March 1991	3 yrs. 1 mo.	9.32	175[4]	
	9¼% 1 October 1994	6 yrs. 8 mos.	9.53	150[5]	
	9¼% 1 October 1997	9 yrs. 8 mos.	9.65	425[6]	
	10% 1 June 2008	20 yrs. 4 mos.	10.00	350[7]	
				1,100	
18 Feb.	8¾% 1 July 1993	5 yrs. 4 mos. 11 days	8.94	550	
25 Feb.	9% 1 September 1991	3 yrs. 6 mos. 4 days	8.80	500[8]	
6 Mar.	9¼% 6 March 1988				550[9]
	8¾% 6 March 1990	2 yrs.	8.81	550	
15 Mar.	10½% 15 March 1988				875[10]
	8¾% 1 July 1993	5 yrs. 3 mos. 17 days	8.93	525[11]	
	9% 1 March 2011	22 yrs. 11 mos. 17 days	9.36	350[12]	
				875	
31 Mar.	9¼% 1 May 1996	8 yrs. 1 mo. 1 day	9.31	450[13]	
14 Apr.	9% 1 September 1991	3 yrs. 4 mos. 17 days	8.99	125[14]	
	9¼% 1 October 1994	6 yrs. 5 mos. 17 days	9.35	500[15]	
	10% 1 June 2008	20 yrs. 1 mo. 17 days	10.04	300[16]	
				925	
5 May	8¾% 1 July 1993	5 yrs. 1 mo. 27 days	9.40	550[17]	
12 May	9¼% 1 October 1997	9 yrs. 4 mos. 20 days	9.81	500[18]	
1 June	5% 1 June 1988				50[19]
	5% 1 June 1988				100[20]
	9¼% 1 July 1992	4 yrs. 1 mo.	9.51	175[21]	
	10% 1 March 1995	6 yrs. 9 mos.	9.89	450[22]	
	10% 1 June 2008	20 yrs.	10.28	300[23]	
				925	
6 June	8½% 6 June 1988				550[24]
	9¼% 6 June 1990	2 yrs.	9.45	550	
23 June	9½% 1 September 1993	5 yrs. 2 mos. 8 days	9.74	550	
30 June	9½% 1 October 1998	10 yrs. 3 mos. 1 day	9.72	500	
21 July	9½% 1 September 1993	5 yrs. 1 mo. 11 days	9.56	275[25]	
	9½% 1 October 1998	10 yrs. 2 mos. 11 days	9.77	400[26]	
	10% 1 June 2008	19 yrs. 10 mos. 11 days	10.07	300[27]	
				975	
4 Aug.	9% 1 September 1991	3 yrs. 28 days	9.75	600[28]	
11 Aug.	10% 1 March 1995	6 yrs. 6 mos. 21 days	9.97	500[29]	

Date in 1988	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – Direct and guaranteed					
1 Sept.	10¼% 1 June 1992	3 yrs. 9 mos.	10.36	250[30]	
	10¼% 1 December 1998	10 yrs. 3 mos.	10.51	425	
	10¾% 1 October 2009	21 yrs. 1 mo.	10.78	300[31]	
				975	
5 Sept.	8¼% 5 September 1988				550[32]
	10¼% 5 September 1990	2 yrs.	10.25	650	
22 Sept.	10¼% 1 March 1996	7 yrs. 5 mos. 9 days	10.12	550[33]	
15 Oct.	10¾% 15 October 1988				825[34]
	9½% 1 September 1993	4 yrs. 10 mos. 17 days	9.96	125[35]	
	10¼% 1 December 1998	10 yrs. 1 mo. 17 days	10.19	625[36]	
	10% 1 June 2008	19 yrs. 7 mos. 17 days	10.16	350[37]	
				1,100	
31 Oct.	9½% 1 September 1993	4 yrs. 10 mos. 1 day	9.62	550[38]	
15 Nov.	10% 15 November 1988				625[39]
	9½% 1 October 1998	9 yrs. 10 mos. 16 days	9.81	600[40]	
5 Dec.	8½% 5 December 1988				600[41]
	10¼% 5 December 1990	2 yrs.	10.35	650	
15 Dec.	9¼% 15 December 1988				475[42]
	9½% 1 September 1993	4 yrs. 8 mos. 17 days	10.09	75[43]	
	10¼% 1 December 1998	9 yrs. 11 mos. 17 days	10.13	625[44]	
	10% 1 June 2008	19 yrs. 5 mos. 17 days	10.10	325[45]	
				1,025	
	Total bonds payable in Canadian dollars			17,150	6,175
	Total treasury bills			228,150	207,250
Issues payable in foreign currencies – Direct					
26 Apr.	U.S. $6 million 8½% serial notes due 26 April 1988				7[46]
1 June	U.S. $100 million 6⅞% bonds due 1 June 1988				123[47]
31 July	Yen 120 billion 7.9% loan due 31 July 1992				1,092[48]
27 Oct.	U.S. $500 million 10⅞% notes due 27 October 1988				602[49]
	Total notes and bonds payable in foreign currencies			–	1,825
	Total Canada Bills*			6,824	6,974

(Continued)

Appendix table 5

* Canada Bills are short-term U.S.-dollar-denominated notes issued for terms not exceeding 270 days.

1. Maturity of 8¼% bonds issued 1 February 1978
2. Maturity of 10¼% bonds issued 1 February 1983, 27 April 1983
3. Maturity of 11¼% bonds issued 14 November 1984, 19 March 1985, 10 April 1985
4. In addition to $550 million 9¼% bonds due 1 March 1991 already outstanding
5. In addition to $900 million 9¼% bonds due 1 October 1994 already outstanding
6. In addition to $1,150 million 9¼% bonds due 1 October 1997 already outstanding
7. In addition to $550 million 10% bonds due 1 June 2008 already outstanding
8. In addition to $500 million 9% bonds due 1 September 1991 already outstanding
9. Maturity of 9¼% bonds issued 6 March 1986
10. Maturity of 10½% bonds issued 22 February 1983, 15 March 1983, 12 July 1983, 1 February 1985, 19 February 1985
11. In addition to $550 million 8¼% bonds due 1 July 1993 already outstanding
12. In addition to $1,625 million 9% bonds due 1 March 2011 already outstanding
13. In addition to $1,550 million 9¼% bonds due 1 May 1996 already outstanding
14. In addition to $1,000 million 9% bonds due 1 September 1991 already outstanding
15. In addition to $1,050 million 9¼% bonds due 1 October 1994 already outstanding
16. In addition to $900 million 10% bonds due 1 June 2008 already outstanding
17. In addition to $1,075 million 8¼% bonds due 1 July 1993 already outstanding
18. In addition to $1,575 million 9¼% bonds due 1 October 1997 already outstanding
19. Maturity of 5% bonds issued 1 February 1964
20. Maturity of 5% bonds issued 1 June 1963
21. In addition to $1,125 million 9¼% bonds due 1 July 1992 already outstanding
22. In addition to $450 million 10% bonds due 1 March 1995 already outstanding
23. In addition to $1,200 million 10% bonds due 1 June 2008 already outstanding
24. Maturity of 8½% bonds issued 6 June 1986
25. In addition to $550 million 9½% bonds due 1 September 1993 already outstanding
26. In addition to $500 million 9½% bonds due 1 October 1998 already outstanding
27. In addition to $1,500 million 10% bonds due 1 June 2008 already outstanding
28. In addition to $1,125 million 9% bonds due 1 September 1991 already outstanding
29. In addition to $900 million 10% bonds due 1 March 1995 already outstanding
30. In addition to $1,600 million 10¼% bonds due 1 June 1992 already outstanding
31. In addition to $1,000 million 10¼% bonds due 1 October 2009 already outstanding
32. Maturity of 8¼% bonds issued 5 September 1986
33. In addition to $825 million 10¼% bonds due 1 March 1996 already outstanding
34. Maturity of 10¾% bonds issued 15 October 1983, 8 November 1983, 15 December 1983, 1 May 1985, 22 May 1985
35. In addition to $825 million 9½% bonds due 1 September 1993 already outstanding
36. In addition to $425 million 10¼% bonds due 1 December 1998 already outstanding
37. In addition to $1,800 million 10% bonds due 1 June 2008 already outstanding
38. In addition to $950 million 9½% bonds due 1 September 1993 already outstanding
39. Maturity of 10% bonds issued 23 July 1985, 1 September 1985, 1 October 1985, 23 October 1985
40. In addition to $900 million 9½% bonds due 1 October 1998 already outstanding
41. Maturity of 8½% bonds issued 5 December 1986
42. Maturity of 9¼% bonds issued 15 November 1985, 6 February 1986, 15 March 1986
43. In addition to $1,500 million 9½% bonds due 1 September 1993 already outstanding
44. In addition to $1,050 million 10¼% bonds due 1 December 1998 already outstanding
45. In addition to $2,150 million 10% bonds due 1 June 2008 already outstanding
46. Maturity of U.S.$6 million (Series A) of the U.S.$30 million 8½% serial notes assumed by Canada on 12 February 1986. Originally issued by Canadair on 26 April 1982
47. Maturity of U.S.$100 million 6⅞% bonds issued 1 June 1968
48. Called yen 120 billion 7.9% syndicated (non-marketable) loan issued 31 July 1984
49. Maturity of U.S.$500 million 10⅛% bonds issued 27 October 1983

FINANCIAL STATEMENTS

Bank of Canada Statement of revenue and expense

Year ended 31 December 1988
(with comparative figures for 1987)

	1988	1987
	(thousands of dollars)	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources, net of interest paid on deposits of $21,285 ($11,378 in 1987)	$2,109,705	$2,007,604
EXPENSE		
Salaries[1]	$ 67,561	$ 64,668
Contributions to pension and insurance funds[2]	8,720	7,640
Other staff expenses[3]	2,207	1,741
Directors' fees	107	114
Auditors' fees and expenses	516	495
Taxes – municipal and business	8,767	8,100
Bank note costs	35,074	35,713
Data processing and computer costs	5,832	6,005
Premises maintenance – net of rental income[4]	19,605	16,810
Printing of publications	547	582
Other printing and stationery	2,161	2,031
Postage and express	1,604	1,572
Telecommunications	1,725	1,545
Travel and staff transfers	2,284	2,063
Other expenses	2,096	2,126
	158,806	151,205
Depreciation on buildings and equipment	13,237	12,502
	172,043	163,707
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	$1,937,662	$1,843,897

1. Salaries include overtime and are for Bank staff other than those engaged in premises maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,234 in 1988 compared with 2,246 in 1987.
2. Contributions to pension and insurance funds for Bank staff other than those engaged in premises maintenance.
3. Other staff expenses include retirement allowances and educational training costs.
4. Premises maintenance comprises building and equipment maintenance expenses including related staff costs.

(See accompanying notes to the financial statements)

Bank of Canada Statement of assets and liabilities

As at 31 December 1988
(with comparative figures for 1987)

	1988	1987
	(thousands of dollars)	
ASSETS		
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	$ 369,087	$ 305,819
Other currencies	262,989	4,877
	632,076	310,696
Advances to members of the Canadian Payments Association (note 2)	485,325	798,251
Investments — at amortized values (note 3):		
Treasury bills of Canada	9,685,022	9,676,651
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years	3,051,422	2,603,372
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years	7,609,779	7,915,185
Other investments	2,357,937	1,187,027
	22,704,160	21,382,235
Bank premises (note 4)	139,798	141,290
Accrued interest on investments	320,801	320,732
Other assets	36,981	69,995
	$24,319,141	$23,023,199

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES	1988 (thousands of dollars)	1987
Capital paid up (note 5)	$ 5,000	$ 5,000
Rest fund (note 6)	25,000	25,000
Notes in circulation	21,032,433	19,447,407
Deposits:		
Government of Canada	14,199	23,330
Chartered banks	2,177,109	2,648,949
Other members of the Canadian Payments Association	259,651	287,129
Other deposits	307,487	428,656
	2,758,446	3,388,064
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	472,924	134,409
Other	11	12
	472,935	134,421
Bank of Canada cheques outstanding	18,838	16,448
Other liabilities	6,489	6,859
	$24,319,141	$23,023,199

Governor, **J. W. CROW** — Chief Accountant, **J. COSIER**

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1988 and the statement of revenue and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1988 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

ARTHUR ANDERSEN & CO. — **ERNST & WHINNEY**

Ottawa, Canada, January 26, 1989.

Bank of Canada Notes to the financial statements
31 December 1988

1. Significant accounting policies

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a) Revenues and expenses

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

b) Investments

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c) Translation of foreign currencies

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d) Bank premises

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

e) Pension plan

The Bank's contributions to the Pension Fund are recorded as expenses at the time they are made. Actuarial surpluses or deficiencies, if any, are amortized over periods not exceeding those provided for by the Pension Benefits Standards Act, 1985, and the regular contributions are adjusted accordingly.

f) Insurance

The Bank does not insure against direct risks of loss to the Bank, except for potential liabilities to third parties and where there are legal or contractual obligations to carry insurance. Any costs arising from these risks are recorded in the accounts at the time they can be reasonably estimated.

2. Advances to members of the Canadian Payments Association

Advances include a total of $143,024,668 ($362,151,392 in 1987) provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. On the basis of the available information, it is the opinion of the Bank of Canada that this amount will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

3. Investments

Investments may include securities of the Government of Canada held under Purchase and Resale Agreements (PRA). As at 31 December 1988 there were no securities held under PRA ($164,942,690 in 1987).

4. Bank premises

	(thousands of dollars) 1988			1987
	Cost	Accumulated depreciation	Net	Net
Land and buildings	$171,415	$ 64,020	$107,395	$110,705
Computer equipment	32,334	25,457	6,877	7,576
Other equipment	44,357	27,999	16,358	14,945
	248,106	117,476	130,630	133,226
Projects in progress	9,168	–	9,168	8,064
	$257,274	$117,476	$139,798	$141,290

5. Capital

The authorized capital of the Bank is $5,000,000 divided into 100,000 shares of the par value of $50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

6. Rest fund

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of $25,000,000 in 1955. Subsequently all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

BOARD OF DIRECTORS

John W. Crow	OTTAWA Governor *Member of the Executive Committee*
Gordon G. Thiessen	OTTAWA Senior Deputy Governor *Member of the Executive Committee*
Gail C.A. Cook	TORONTO, ONT. *Member of the Executive Committee*
Edward F. Crease	HALIFAX, N.S. *Member of the Executive Committee*
Yves L. Duhaime	SAINT-JEAN-DES-PILES, QUE.
Brian R. Heidecker	CORONATION, ALTA.
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
Harold W. Lane, Q.C.	SASKATOON, SASK.
Leslie M. Little, Q.C.	VANCOUVER, B.C. *Member of the Executive Committee*
James A. MacMurray	SAINT JOHN, N.B.
Susan H. Patten	ST. JOHN'S, NFLD.
Ernest G. Penner	STEINBACH, MAN.
John F. Robinson	LONDON, ONT.
Guylaine Saucier	MONTREAL, QUE. *Member of the Executive Committee*
Ex-officio	
Frederick W. Gorbet	OTTAWA Deputy Minister of Finance *Member of the Executive Committee*

SENIOR OFFICERS

John W. Crow, *Governor*
Gordon G. Thiessen, *Senior Deputy Governor*

J. N. Ross Wilson, *Deputy Governor*
Charles Freedman, *Deputy Governor*
W. Albert McKay, *Director of Administration*
Serge Vachon, *Adviser*[1]
Tim E. Noël, *Adviser*
W. Paul Jenkins, *Adviser*

Associate Advisers
John S. Roberts[2]
Jacques Clément, *Chief, Securities, Montreal Div.*
John E. H. Conder, *Head, Office of the Director of Administration*

Securities Department
Vaughn O'Regan, *Chief*
L. Theodore Requard, *Deputy Chief*
Ian D. Clunie, *Chief, Market Analysis and Open Market Operations*
James F. Dingle, *Securities Adviser*[3]
Patrick E. Demerse, *Securities Adviser*
Kevin Clinton, *Securities Adviser*
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

Research Department
David E. Rose, *Chief*
John G. Selody, *Deputy Chief*
Jean-Pierre Aubry, *Research Adviser*

Department of Monetary and Financial Analysis
Pierre Duguay, *Chief*
R. Bruce Montador, *Deputy Chief*
David J. Longworth, *Research Adviser*
Clyde A. Goodlet, *Research Adviser*

International Department
Donald R. Stephenson, *Chief*
John D. Murray, *Deputy Chief*
Dorothy J. Powell, *Research Adviser*
Nicholas Close, *Senior Foreign Exchange Adviser, Toronto*
Brian O'Reilly, *Research Adviser*

Bernard Bonin, *Deputy Governor*
William R. White, *Deputy Governor*
Jacques A. Bussières, *Adviser*
Frank Faure, *Adviser*
Alvin C. Lamb, *Adviser*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Secretary*

Department of Banking Operations
Donald G. M. Bennett, *Chief*
Roy L. Flett, *Special Adviser*
William R. Melbourn, *Deputy Chief*
Gordon B. May, *Deputy Chief*
C. Ross Tousaw, *Agent, Toronto*
Alexander G. Keith, *Agent, Calgary*

Public Debt Department
George M. Pike, *Chief*
Bonnie J. Schwab, *Deputy Chief*

Secretary's Department
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Secretary*
DEBT SYSTEMS
James M. McCormack, *Program Co-ordinator*
OFFICE OF THE DIRECTOR OF ADMINISTRATION
Stephen L. Harris, *Deputy Head*

Automation Services Department
Daniel W. MacDonald, *Chief*

Personnel Department
Vivian L. Bethell, *Chief*
Paul E. Cloutier, *Personnel Adviser*

Department of Premises Management
Colin J. Stephenson, *Chief*
Kenneth W. Kaine, *Deputy Chief*

Comptroller's Department
Janet Cosier, *Comptroller and Chief Accountant*

Audit Department
Marcel Morin, *Auditor*
Peter W. Koppe, *Deputy Auditor*

1. Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association
2. On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association
3. Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES

Securities Department

Montreal
Jacques Clément, *Chief, Montreal Division*
Vancouver
Louis-Robert Lafleur, *Representative*

Toronto
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

International Department

Montreal
Gautam Hooja, *Foreign Exchange Adviser*

Toronto
Nicholas Close,
Senior Foreign Exchange Adviser

Department of Banking Operations

Halifax
Robert E. Burgess, *Agent*
Saint John, N.B.
Kenneth T. McGill, *Agent*
Montreal
J. G. Michel Sabourin, *Agent*
J. R. M. Serge Poirier, *Assistant Agent, Operations*
David J. McDougall, *Assistant Agent, Planning*
Ottawa
Robert Dupont, *Agent*

Toronto
C. Ross Tousaw, *Agent and Banking Operations Adviser*
William H. Watson, *Deputy Agent*
Winnipeg
Alan H. Potter, *Agent*
Regina
Graham L. Page, *Agent*
Calgary
Alexander G. Keith, *Agent and Regional Financial Representative*
Claude P. Desautels, *Deputy Agent*
Vancouver
Paul W. Cliffen, *Agent*

Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1988

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1989

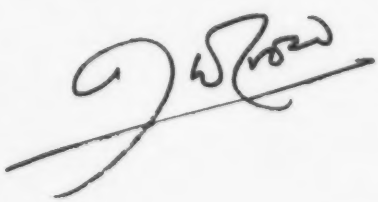
L'honorable Michael H. Wilson, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous remettre mon rapport pour l'année 1988 ainsi qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments distingués.

Le Gouverneur,



BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR – 1988

OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL 7

L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La demande, l'activité économique et l'inflation 13

L'évolution monétaire et financière 21

L'évolution internationale 29

LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA

Les avances et les opérations sur titres de la Banque du Canada 35

La gestion de la dette publique et du Trésor 37

Les opérations de change 41

L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires 45

TABLEAUX EN ANNEXE 47

ÉTATS FINANCIERS 59

CONSEIL D'ADMINISTRATION 67

PRINCIPAUX CADRES 68

REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES 69

OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL

La politique monétaire, à l'instar de toute politique économique des pouvoirs publics, a essentiellement pour fonction de favoriser l'épanouissement d'une économie vigoureuse, c'est-à-dire d'une économie dynamique, productive et génératrice d'emplois pour une main-d'œuvre croissante. La contribution particulière, mais fondamentale, de la politique monétaire à la réalisation de bons résultats économiques est le maintien et le renforcement de la confiance à l'égard de la monnaie que nous utilisons pour investir, épargner et régler nos opérations quotidiennes. Compte tenu de la situation qui régnait en 1988, la Banque du Canada a dû avant tout, pour s'acquitter de cette responsabilité, prendre des mesures fermes et cohérentes en vue de contrer les pressions de la dépense, qui ont menacé, tout au long de l'année, de provoquer une spirale inflationniste.

L'économie canadienne et la politique monétaire

En 1988, les pressions soutenues de la demande sur notre économie ont avivé les tensions sur l'offre, qui avaient commencé à transparaître en 1987. Ces pressions, dont une analyse détaillée est présentée dans la prochaine section du Rapport, se sont reflétées dans les données sur les bénéfices, les salaires et les prix, à mesure qu'un très grand nombre de secteurs s'approchaient des limites de leur capacité de production et que se resserraient davantage les conditions du marché du travail. De façon générale, la dépense globale en termes nominaux a progressé à un rythme avoisinant les 8 % en 1988, contre près de 11 % l'année précédente. Cette cadence dépasse de loin le rythme auquel, même d'après les estimations les plus optimistes, l'économie est en mesure d'accroître sa capacité de fournir des biens et des services.

Une expansion inflationniste de la demande, parce qu'elle se manifeste d'abord par une progression plus rapide des revenus nominaux, est souvent perçue comme un signe d'accroissement de la prospérité. Mais elle finit toujours par avoir des conséquences néfastes, sous forme d'une inflation des prix. Et plus les pressions de la demande persistent, plus les risques d'une course entre les coûts et les prix s'amplifient. Voilà pourquoi il est primordial que, pour être vraiment efficaces, les mesures de politique monétaire visant à faire échec à l'inflation soient prises à point nommé.

Certains ont laissé entendre que la Banque du Canada aurait dû faire moins de cas de la situation, qu'elle aurait dû être disposée à prendre davantage de risques du côté de l'inflation. Cependant, tant l'analyse que l'expérience montrent de façon non équivoque la nécessité d'une politique monétaire qui, invariablement, donne aux Canadiens l'assurance que la monnaie qu'ils utilisent conservera sa valeur.

Le véritable problème que pose l'inflation est qu'elle mine la capacité de notre économie – de toute économie d'ailleurs – de fonctionner efficacement. En raison de l'incertitude qui se développe inévitablement dans un climat inflationniste, il est plus difficile d'asseoir les décisions et les projets économiques sur des bases saines, quel que soit le secteur d'activité. L'inflation fausse donc les décisions relatives à l'épargne, aux investissements, aux prix et aux salaires. Il s'ensuit que l'économie ne peut fonctionner aussi bien dans un climat inflationniste qu'elle ne le ferait dans un contexte de stabilité des prix. Elle ne peut non plus fonctionner avec la même équité. Ceux qui ne réussissent pas à protéger leurs revenus ou leur épargne contre la hausse des prix font les frais de cette situation. Chose certaine, personne n'a trouvé son compte dans la poussée inflationniste qui a sévi durant les années 70 et au début de la présente décennie. La recherche constante de la stabilité du niveau général des prix a donc un rôle important à

jouer dans l'amélioration de la tenue de l'économie canadienne. Et c'est là la contribution capitale que peut apporter la politique monétaire.

Compte tenu de la conjoncture que je viens de décrire et des considérations que je viens d'exprimer, la politique monétaire mise en œuvre l'année dernière a eu pour objet d'atténuer les pressions que la demande exerçait sur l'économie et d'éviter les excès qui auraient nui à l'expansion économique soutenue que connaît le Canada depuis 1983. Pour les autorités monétaires, le défi de tous les instants a été d'évaluer l'intensité de ces pressions et de décider de la vigueur avec laquelle elles devaient y faire face.

À cet égard, il convient de faire quelques observations sur la façon dont la politique monétaire peut réagir aux disparités économiques régionales.

Je signalerai d'abord que le nouveau rétrécissement des écarts observé dans les niveaux d'activité économique entre les diverses régions est un aspect de la tenue de l'économie canadienne en 1988 qui, à tout point de vue, a constitué un motif de satisfaction. Malheureusement, il existe encore des disparités régionales importantes. En particulier, les provinces des Prairies ont souffert des effets que la sécheresse a eus sur la production agricole et de la faiblesse continue des prix de l'énergie. Mais, ailleurs au Canada, beaucoup de branches d'activité ont continué de tirer parti du redressement que les cours d'un vaste éventail de matières premières ont connu sur les marchés mondiaux ces deux dernières années. L'élargissement des assises sectorielles et régionales de l'expansion aidant, l'emploi a fortement progressé, et le chômage a accusé un certain recul presque partout au pays.

Il n'en reste pas moins qu'on a abondamment reproché à la politique monétaire de s'être attaquée à des problèmes de surchauffe qui ne sont pas généralisés. De tels reproches ne sauraient rester sans réponse.

Un point essentiel sur lequel on n'insistera jamais assez, c'est que nous avons au Canada un système financier efficient et unifié, du fait qu'il n'y a pas d'obstacles au mouvement des fonds à travers le pays. C'est très bien ainsi. D'une part, les épargnants ont la possibilité de placer leurs fonds sur des marchés variés et concurrentiels, et les investisseurs peuvent répartir efficacement leurs risques. D'autre part, les emprunteurs ont accès à des sources de fonds beaucoup plus importantes et à des taux plus compétitifs que ce ne serait le cas autrement. Étant donné que les marchés monétaire et financier canadiens sont unifiés et efficients, les taux d'intérêt sont virtuellement identiques partout au pays. Et, de toute façon, le taux de change est évidemment le même pour tous les Canadiens. Il n'y a donc en pratique aucun moyen d'avoir une politique monétaire qui varie selon les régions.

Puisque la politique monétaire a forcément une incidence à l'échelle du pays, les décisions qui s'y rattachent doivent aussi être prises dans une optique nationale. Autrement dit, la Banque du Canada oriente son action en fonction de la situation et des besoins de l'ensemble du pays.

Comme je l'ai déjà mentionné, les pressions de la dépense ont été effectivement très intenses au niveau national, le champ d'action de la politique monétaire. Il en a été de même, on le verra plus loin, du rythme de croissance de la masse monétaire et du crédit. La Banque du Canada aurait fait preuve d'irresponsabilité si elle n'avait pas tenu compte de ces pressions qui s'exerçaient à l'échelle nationale sous prétexte qu'elles ne se faisaient pas sentir dans chaque région du pays avec la même acuité.

Enfin, il convient de noter que même si la politique monétaire ne peut, de par sa nature, être orientée de façon à aplanir les différences économiques d'ordre cyclique ou structurel entre les régions ou les provinces, d'autres types de politiques économiques mises en œuvre par tous les niveaux de gouvernement, y compris les politiques budgétaires globales, jouent depuis longtemps un rôle à cet égard.

La politique monétaire et les marchés financiers

Lorsqu'elle élabore sa politique, la Banque prête une grande attention aux taux de croissance de la masse monétaire et du crédit. Comme il a été signalé précédemment, ces taux ont aussi clairement témoigné de la vigueur persistante de la demande et des pressions inflationnistes tout le long de 1988. Les données sur ces taux et sur d'autres indicateurs financiers sont présentées dans une autre section du Rapport, mais il serait utile d'en citer quelques-unes ici. Les crédits accordés aux ménages se sont accrus

d'environ 17 %, et ceux octroyés aux entreprises ont augmenté de quelque 10 %. Les agrégats monétaires M2 et M2+, dont l'évolution est liée de façon relativement étroite à celle de la dépense globale et des prix, ont aussi fortement progressé, soit à un rythme supérieur à 10 %. De tels taux de croissance ne sont pas propres à orienter l'économie dans la voie de la stabilité des prix. Un rythme d'expansion monétaire plus lent, certainement de moins de 10 %, est de rigueur.

La fermeté avec laquelle la politique monétaire a réagi aux fortes pressions de la demande et à l'expansion rapide de la masse monétaire a contribué à la hausse marquée des taux d'intérêt à court terme tout le long de 1988 et au début de 1989. La hausse de taux, qui a totalisé environ trois points de pourcentage, s'est produite par à-coups, à mesure que s'accumulaient les indices selon lesquels les pressions de la dépense et de l'inflation restaient vives. À l'occasion, la Banque a imprimé, par ses opérations sur le marché monétaire, un mouvement à la hausse aux taux d'intérêt à très court terme, mouvement qui a ensuite gagné d'autres taux du marché et les taux administrés. À d'autres moments, surtout lorsque les taux d'intérêt ont augmenté à l'étranger, les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt tenaient au fait que les attentes des emprunteurs et des bailleurs de fonds s'étaient modifiées. La Banque n'a pas opposé de résistance à ces pressions dans les cas où, manifestement, cela aurait été inopportun en raison de la présence au Canada de pressions sur la masse monétaire, la demande et l'inflation.

La forte hausse du dollar canadien par rapport à la devise américaine, qui s'était amorcée en 1987, s'est poursuivie en 1988. Selon une moyenne pondérée des cours des monnaies de nos principaux partenaires commerciaux, l'appréciation de notre monnaie a été assez modeste en 1987, mais en 1988 elle a été de l'ordre de 10 %. Cette appréciation est attribuable en grande partie au redressement des prix de nombreuses matières premières produites au Canada par rapport aux faibles niveaux enregistrés de 1982 à 1986. Le renchérissement traduit la vigueur dont la demande globale a fait preuve à l'échelle mondiale au cours des deux dernières années. De même, l'attitude des investisseurs au Canada et à l'étranger à l'égard du dollar canadien a été plus favorable, en partie grâce à l'appréciation des cours des produits de base, mais aussi en raison d'autres facteurs importants. Parmi ces derniers, les principaux sont la perception selon laquelle la politique monétaire canadienne continuera de contrer les pressions inflationnistes et l'opinion que l'accord de libre-échange avec les États-Unis profitera grandement à l'économie canadienne.

Même si les variations du taux de change sont difficiles à expliquer de façon précise, il semble que les grandes tendances affichées par le dollar canadien sont en gros imputables aux facteurs relevés précédemment. Et, comme on peut le voir, les mesures de politique monétaire ne seraient que l'un des éléments qui façonnent le comportement du dollar canadien.

Il convient de souligner ici que ni le taux de change ni les taux d'intérêt ne devraient être considérés comme des objectifs fondamentaux de la politique monétaire, même si les mesures de politique monétaire comptent parmi les forces qui influent sur les prix du marché monétaire et du marché des changes. De fait, ces deux marchés sont d'importantes courroies de transmission de la politique monétaire, et la Banque du Canada n'est pas sans reconnaître le rôle majeur que jouent les taux d'intérêt et le taux de change dans une foule d'activités économiques. Il reste toutefois qu'il est plus juste de considérer les taux d'intérêt et le taux de change comme des moyens plutôt que des fins de la politique monétaire. Celle-ci vise la stabilité des prix et une croissance économique saine et durable; et pour que ces objectifs soient atteints, la masse monétaire et la dépense globale doivent progresser de façon modérée.

Il est trop tôt pour évaluer pleinement la contribution que les mesures de politique monétaire prises par la Banque du Canada en 1988 ont apportée à la réalisation de ces objectifs. Mais il n'y a aucun doute que sans ces mesures, c'est-à-dire si la politique monétaire avait toléré un rythme d'expansion plus rapide de la monnaie, du crédit et de la demande que cela n'a été en fait le cas, les pressions sur les coûts et les prix seraient encore plus aiguës qu'elles ne le sont maintenant.

Au début de 1989, au moment de la rédaction du Rapport, il apparaît clairement que les pressions à la hausse sur les coûts et les prix

n'ont pas disparu. Néanmoins, il y a des raisons de croire qu'elles ont été contenues à d'importants égards. Il y a lieu de relever, à ce propos, que les taux d'intérêt à court terme et les taux à long terme ont affiché un profil d'évolution assez différent au cours de la dernière année. Les variations de ces taux sont examinées dans une autre section du Rapport, mais il convient de signaler ici que, malgré la forte progression des taux d'intérêt à court terme, les taux d'intérêt à long terme sont restés relativement stables. Je suis d'avis que cette stabilité reflète le climat favorable des attentes. Elle traduit la confiance qui règne chez les épargnants et les investisseurs, qui croient que l'inflation sera maîtrisée et l'expansion économique préservée.

La conjoncture économique internationale et les déséquilibres à l'étranger et au pays

Le profil général d'évolution que je viens de tracer en ce qui concerne la demande globale, l'inflation et l'orientation de la politique monétaire au cours de la dernière année n'a pas été particulier au Canada. Une évolution similaire à plusieurs égards a été observée aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer.

À la fin de 1987, bien des gens se demandaient si l'expansion économique prolongée que connaissaient les grands pays industriels allait se poursuivre. Ils s'interrogeaient tout spécialement sur l'incidence qu'aurait la débâcle boursière sur la demande et sur l'aptitude des grands pays d'outre-mer à faire face à la dépréciation substantielle du dollar américain. On pensait que la chute des cours boursiers entraînerait une diminution des dépenses de consommation à l'échelle mondiale. On s'attendait aussi à ce que la modification des cours des monnaies provoque un ralentissement des économies japonaise et allemande, celles-ci étant fortement orientées vers l'exportation. Rien de tel ne s'est produit et, tout au long de 1988, les prévisions ont dû être constamment révisées à la hausse. La croissance de la production de par le monde a été beaucoup plus forte que prévu, et les économies des cinq grands pays industriels d'outre-mer ont même progressé à un rythme qui n'a pas été égalé depuis plus de dix ans.

La poussée de la demande, qui a été d'autant plus forte qu'elle était généralisée, a attisé les pressions inflationnistes partout dans le monde. En réaction à cette évolution, la politique monétaire s'est graduellement resserrée dans la plupart des grands pays industriels, et les taux d'intérêt à court terme ont augmenté à l'échelle internationale.

Aux États-Unis, la vigueur persistante de la demande intérieure a également suscité des inquiétudes quant à la marge qui était laissée à l'économie pour que s'opère une diminution satisfaisante de l'important déficit commercial de ce pays. Des progrès ont été accomplis dans la voie d'un ajustement de la situation des paiements extérieurs des États-Unis, mais ils sont loin d'être suffisants. En outre, il est devenu de plus en plus manifeste que la politique budgétaire des États-Unis a un rôle clé à jouer à cet égard. Les mesures de compression du déficit budgétaire de ce pays pourraient contribuer à réduire le déficit extérieur si par exemple elles parvenaient à ralentir, dans un avenir relativement proche, la progression de la dépense intérieure de façon à faire davantage de place aux exportations. Sur un plan plus général, celui de la santé à long terme de l'économie américaine et de l'économie mondiale, de telles mesures peuvent aussi favoriser la croissance économique en libérant davantage d'épargne pour le financement des investissements des entreprises aux États-Unis et ailleurs. C'est pour des raisons de cet ordre que l'évolution de la situation budgétaire aux États-Unis a retenu et continuera de retenir l'attention dans le monde.

De plus, de gros déficits budgétaires exercent des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt réels et ont des répercussions négatives sur le coût des nouveaux emprunts et le service de la dette existante. Dans beaucoup de pays ces dernières années, les secteurs public et privé ont été aux prises avec des problèmes d'endettement, mais le plus complexe et le plus tenace de tous reste celui de l'endettement extérieur d'un certain nombre de pays en développement. La résolution de ce problème dépend en partie de la poursuite d'une expansion économique adéquate dans les pays industriels et du maintien d'un flux de financement suffisant vers les pays débiteurs. Mais elle dépend au moins tout autant de l'amélioration de la tenue de l'économie dans les pays débiteurs eux-mêmes. On verra dans une autre section du Rapport que des progrès ont été ac-

complis à plusieurs égards en 1988. Certes, il est décevant de constater que ces progrès ont été plutôt lents, mais le fait est qu'il n'existe vraisemblablement pas de solutions rapides ni globales au problème de l'endettement international. Pour avancer dans cette voie, toutes les parties intéressées doivent travailler de concert avec acharnement et ténacité.

Je voudrais souligner que, au Canada, le déficit budgétaire et l'augmentation de la dette publique ont beaucoup moins retenu l'attention, même si les ratios du déficit et de la dette au revenu national sont élevés par rapport à ce qui est observé ailleurs. Cela est compréhensible si l'on se place dans une perspective internationale, étant donné l'incidence assez faible que la situation de nos finances publiques est susceptible d'avoir sur l'évolution de l'économie mondiale. Toutefois, lorsque les déficits budgétaires entraînent un accroissement trop rapide de la dette, les risques qu'ils font courir à la santé de notre économie sont de même nature et tout aussi graves chez nous qu'ailleurs. Récemment, la situation de nos finances publiques et les risques qu'elle présente ont suscité davantage d'intérêt. Il est bon qu'il en soit ainsi, car une saine tenue des finances publiques est essentielle à une saine tenue de l'économie.

À ce propos, j'aimerais faire quelques observations sur la question du recoupement, ou du dosage, de la politique budgétaire et de la politique monétaire.

Quelle est la nature de ce recoupement? De façon générale, la politique budgétaire aussi bien que la politique monétaire influent sur la demande. En d'autres termes, le principal moyen d'action de ces politiques réside dans l'influence qu'elles exercent sur le rythme de la dépense globale dans l'économie. Cependant, les canaux par lesquels est transmise cette influence diffèrent beaucoup d'une politique à l'autre. Pour ce qui est de la politique monétaire, son incidence sur la dépense, bien que forte, est relativement indirecte. Comme je l'ai déjà indiqué, les courroies de transmission de la politique monétaire sont le marché monétaire et le marché des changes. Les variations des taux d'intérêt et des taux de change provoquées par des mesures de politique monétaire influent à leur tour sur les décisions en matière de dépense. Quant à la politique budgétaire, ses effets sur la demande sont essentiellement relayés par les modifications qu'elle opère sur diverses catégories d'impôts ou de dépenses publiques. Ils tendent par conséquent à être de nature plus directe.

Il ressort clairement de ce qui précède qu'il est possible, dans un sens large et très général, de réaliser un certain équilibre entre les effets des politiques budgétaire et monétaire sur la demande globale. Ainsi, les initiatives visant à réduire les déficits budgétaires favorisent le ralentissement de la demande, ce qui tend à atténuer les pressions auxquelles sont soumises la politique monétaire et les conditions monétaires. Les chances d'arriver à un meilleur équilibre des politiques dans l'ensemble en sont donc accrues.

* * * * *

La politique monétaire au Canada doit constituer un rempart contre l'inflation et viser la stabilité des prix. Ce que cela implique en courte période pour les conditions monétaires dépendra de l'intensité et de la persistance des pressions issues d'une demande inflationniste. J'ai bon espoir que la résistance qui a été opposée à ces pressions au cours de la dernière année commencera à porter ses fruits en 1989. Quoi qu'il en soit, les Canadiens peuvent et, de fait, devraient être assurés que la politique monétaire continuera à œuvrer pour que l'expansion de l'économie canadienne repose sur des bases stables, autrement dit non inflationnistes. Agir différemment, c'est-à-dire laisser de nouveau une flambée inflationniste provoquer un cycle de surchauffe et de récession, minerait, au lieu de les améliorer, les chances d'une croissance soutenue.

L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La demande, l'activité économique et l'inflation

La dépense a fortement augmenté au Canada en 1988. Globalement et en termes nominaux, elle s'est accrue d'environ 8 %, et le niveau élevé de l'activité économique a continué de pousser l'appareil de production aux limites de sa capacité, avivant du même coup les pressions inflationnistes sous-jacentes.

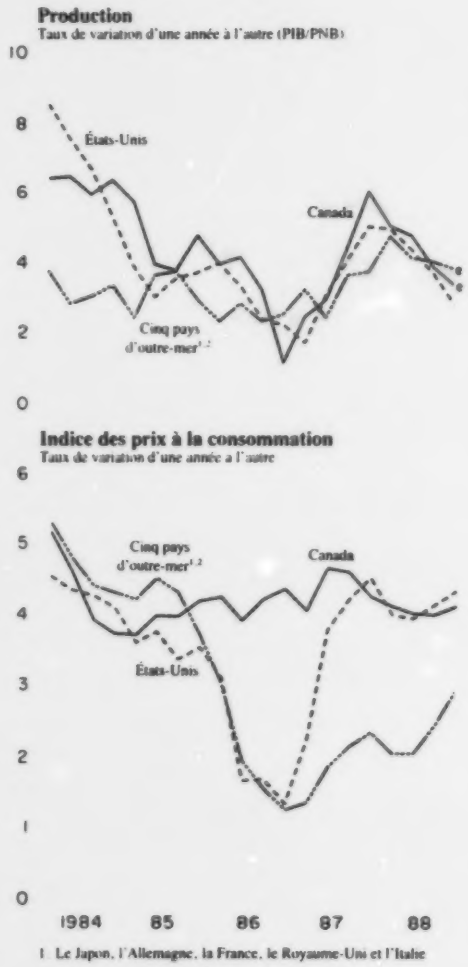
Grâce surtout à l'accroissement des revenus lié au renchérissement marqué de nombreux produits de base que le Canada exporte sur les marchés mondiaux, l'activité économique a été mieux répartie au pays en 1988 que l'année précédente. Toutefois, les Prairies se sont ressenties de la sécheresse ainsi que de la faiblesse et de la volatilité des cours mondiaux du pétrole brut.

La demande et l'activité économique

Des facteurs tant internes qu'externes ont alimenté l'expansion de l'activité économique. Stimulé par une demande vigoureuse à l'échelle mondiale et soutenu par la forte confiance des ménages et des entreprises, le volume de l'activité a augmenté d'environ 3 ¼ % entre le dernier trimestre de 1987 et le dernier trimestre de 1988. Ce taux est certes inférieur à celui qui avait été enregistré en 1987, mais le niveau de l'activité économique s'accroissant, en particulier dans le secteur non agricole, les marchés des biens et services et du travail ont continué de se resserrer. De fait, on estime que l'activité économique dans le secteur non agricole a progressé de 3 ¾ % environ au cours de l'année.

L'accroissement des dépenses en installations et en équipement compte parmi les principaux facteurs qui ont stimulé l'activité économique en 1988. Dans un contexte marqué par des taux élevés d'utilisation des capacités, des marges bénéficiaires importantes chez les entreprises et par la nécessité pour ces dernières de se moderniser constamment afin de rester compéti-

Comparaisons internationales

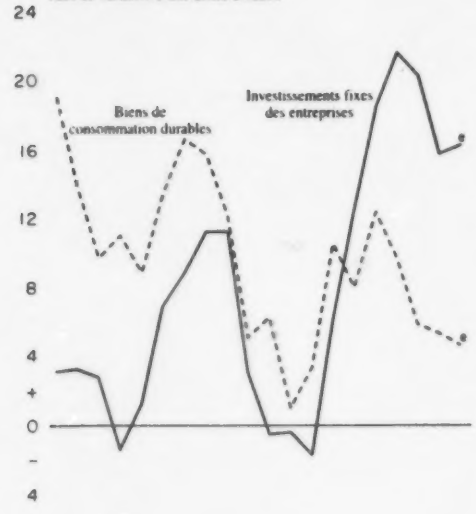


1. Le Japon, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et l'Italie
2. Chiffres pondérés par le PIB ou le PNB de 1982
e Estimation

Quelques indicateurs de la demande des ménages et des entreprises

Croissance du volume des dépenses en investissements des entreprises et en biens de consommation durables

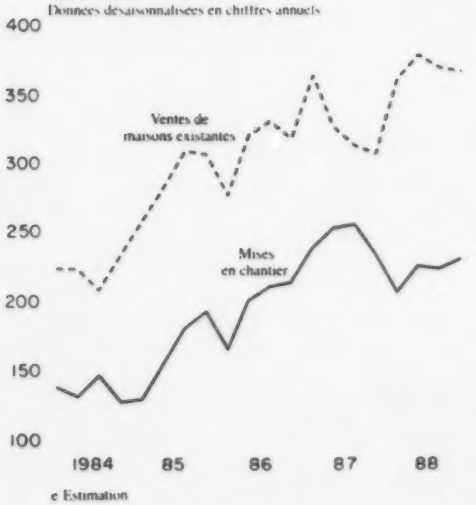
Taux de variation d'une année à l'autre



Marché du logement

Milliers d'unités

Données désaisonnalisées en chiffres annuels



e Estimation

tives, les dépenses d'investissement en volume ont augmenté considérablement dans beaucoup de secteurs d'activité et de régions. Les taux élevés d'utilisation des capacités dans les industries productrices de biens d'équipement et dans l'industrie de la construction reflètent cette forte augmentation des investissements. Les entreprises non agricoles ont également accru leurs investissements en stocks, mais étant donné la vigueur soutenue des ventes finales, le ratio Stocks/Ventes a touché un nouveau creux au second semestre de l'année.

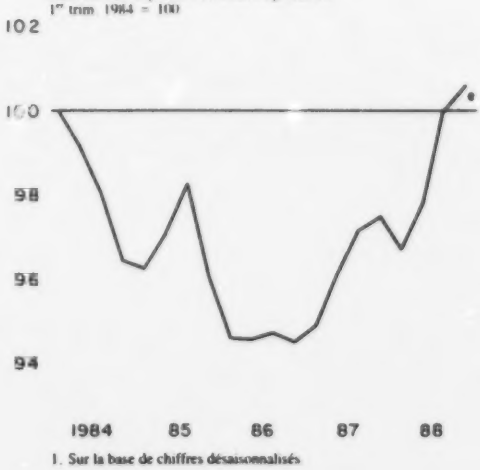
La dépense et la demande de crédit des ménages ont continué de progresser fortement en 1988, à la faveur des gains réalisés au chapitre de l'emploi et des revenus conjugués au taux d'épargne relativement faible des particuliers. Dans les principales catégories de dépenses de consommation, les achats de biens durables ont de nouveau augmenté rapidement, bien qu'à un rythme beaucoup plus faible, vu la hausse considérable des stocks de biens durables en 1987. Le marché du logement est également resté très actif, ce qui a suscité une forte demande de crédit hypothécaire. Même si les mises en chantier ont baissé par rapport au niveau atteint en 1987 – le plus élevé en onze ans –, elles ont totalisé 223 000 unités, et le volume des ventes de maisons existantes a enregistré un chiffre record.

Parmi les caractéristiques importantes de la tenue de l'économie canadienne en 1988, il faut compter la forte amélioration, pour la deuxième année de suite, des termes de l'échange du Canada, soit le ratio Prix à l'exportation/Prix à l'importation. Cette amélioration reflète avant

Termes de l'échange du Canada

Ratio Prix à l'exportation/Prix à l'importation[1]

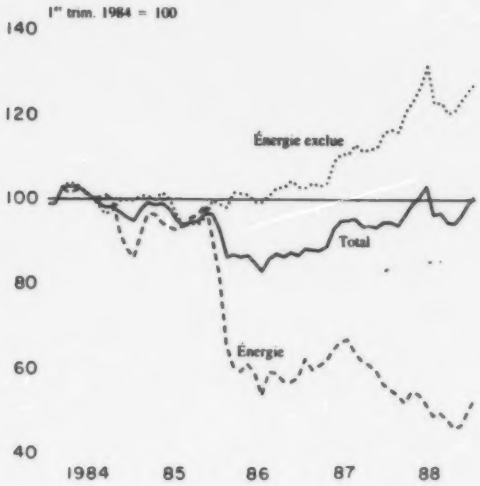
1er trim. 1984 = 100



1. Sur la base de chiffres désaisonnalisés

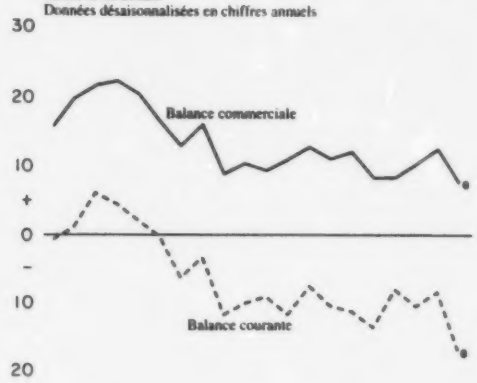
e Estimation

Indice des cours des produits de base en dollars canadiens — Banque du Canada



Balance des paiements courants

Quelques postes
Milliards de dollars
Données désaisonnalisées en chiffres annuels



Balance commerciale
Milliards de dollars
Données désaisonnalisées en chiffres annuels

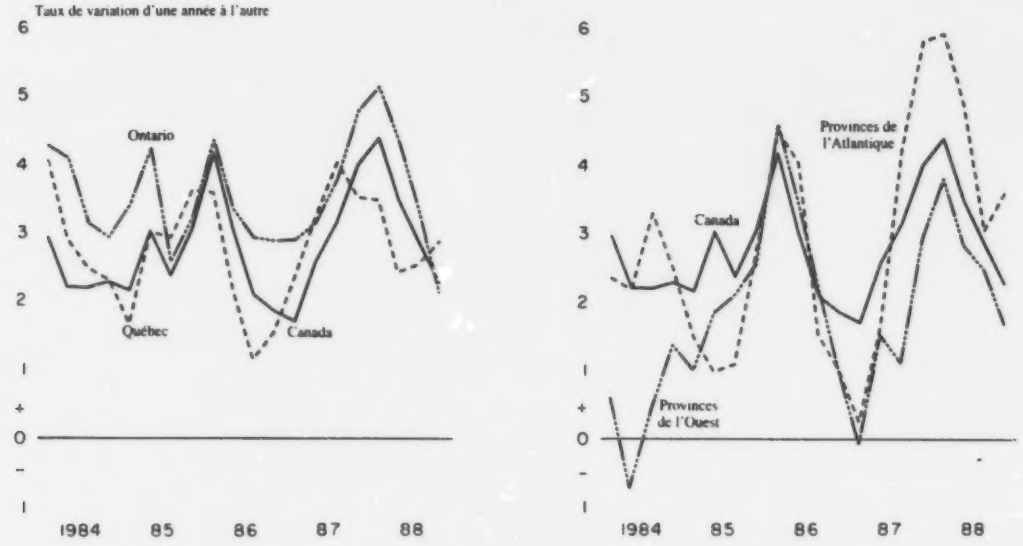
e Estimation

tout le renchérissement marqué des produits de base autres que l'énergie. La demande mondiale de ces produits, en particulier des matières industrielles, a été extrêmement vigoureuse, les prix en dollars canadiens de la plupart des métaux communs et de la pâte de bois, par exemple, ayant atteint de nouveaux sommets en 1988. Cet état de choses a eu pour effet de stimuler la production et de générer un accroissement substantiel des revenus dans les régions du Canada, en particulier les provinces de l'Atlantique et de l'Ouest, dont les économies sont fortement tributaires de l'exploitation des ressources naturelles.

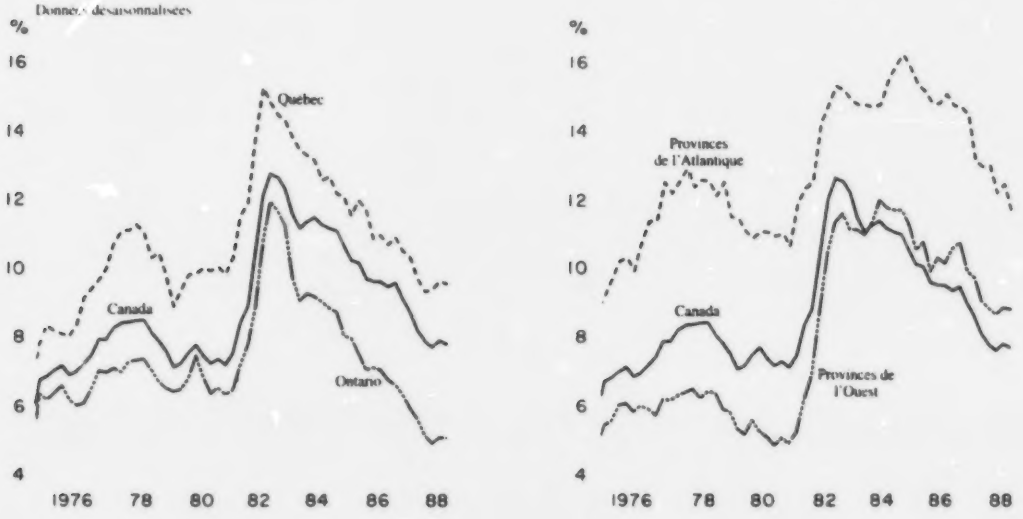
Comme il a été signalé au début de la présente section, l'évolution de la situation dans les Prairies a été moins favorable. L'industrie du pétrole et du gaz naturel a continué de subir les effets de cours mondiaux volatils, mais faibles dans l'ensemble. La rentabilité dans le secteur énergétique a fléchi en 1988, et les conditions du marché sont demeurées incertaines malgré le récent redressement des cours du brut. En revanche, la déréglementation de l'industrie nord-américaine du gaz naturel a stimulé les exportations et favorisé une hausse de l'emploi et des investissements dans le secteur énergétique. La production et l'emploi dans le secteur agricole des Prairies se sont particulièrement ressentis des effets néfastes de la sécheresse, même si les revenus des agriculteurs ont pu être maintenus dans une large mesure grâce aux paiements de stabilisation effectués par les pouvoirs publics, aux prix plus élevés obtenus pour la récolte et aux ventes plus fortes de grains à même les stocks.

En raison de la demande vigoureuse de produits canadiens à l'étranger, les exportations se sont vivement accrues en volume. Pour certains produits, elles ont été contenues par les limites des capacités de production. Toutefois, comme la croissance des importations a devancé

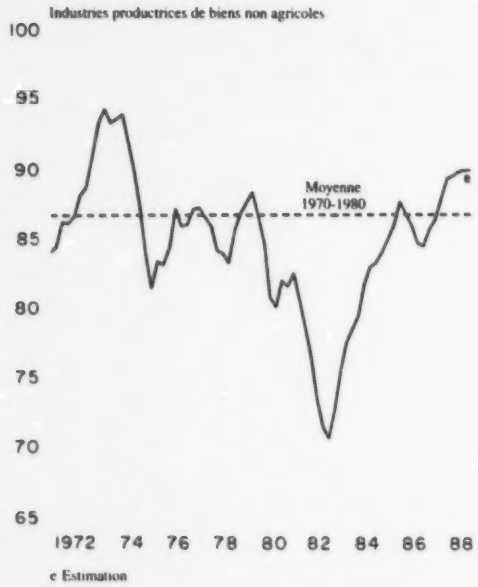
Croissance de l'emploi



Taux de chômage



Taux d'utilisation des capacités



celle des exportations, l'excédent de la balance commerciale en volume a baissé. Les importations en volume ont fortement progressé, en grande partie en raison de l'essor de la demande intérieure mais aussi de la baisse de prix attribuable à l'appréciation du dollar canadien. Étant donné la vigueur des investissements fixes des entreprises, les importations de biens d'équipement ont enregistré une hausse particulièrement marquée.

La détérioration de la balance commerciale en volume ne s'est pas répercutée dans les mêmes proportions sur le déficit de la balance courante en raison de deux importants facteurs œuvrant dans le sens opposé : la hausse des prix à l'exportation par rapport aux prix à l'importation et l'accroissement substantiel des capitaux investis au Canada par les immigrants, en particulier ceux en provenance d'Asie. En gros, le déficit de la balance courante s'est accru légèrement pour s'établir à environ 11 milliards de dollars, ou 1 ¾ % du produit intérieur brut (PIB).

La production totale au Canada ayant augmenté sous l'impulsion de l'accélération de la demande, les marges de capacité inutilisée dans un nombre considérable d'industries se sont resserrées davantage, les taux d'utilisation ayant atteint des niveaux qui étaient de loin supérieurs à leurs moyennes antérieures. Les industries productrices de biens non agricoles ont tourné en moyenne à leurs plus hauts taux d'utilisation depuis la première moitié des années 70.

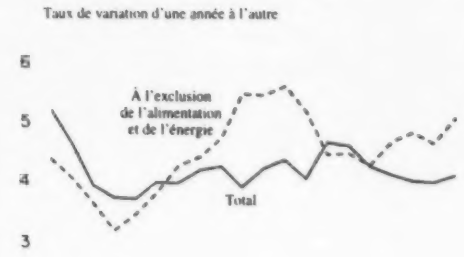
Les pressions sur les marchés du travail se sont aussi progressivement intensifiées en 1988. Comme la demande de main-d'œuvre a continué d'être vigoureuse, le rythme de croissance de l'emploi a été plus rapide que celui de la population active. À la fin de l'année, le taux de chômage à l'échelle nationale était tombé à 7,6 % (en chiffres désaisonnalisés). Même si c'est en Ontario que les conditions du marché du travail ont été les plus tendues au pays, la plupart des provinces n'en ont pas moins connu une baisse de leur taux de chômage.

L'inflation

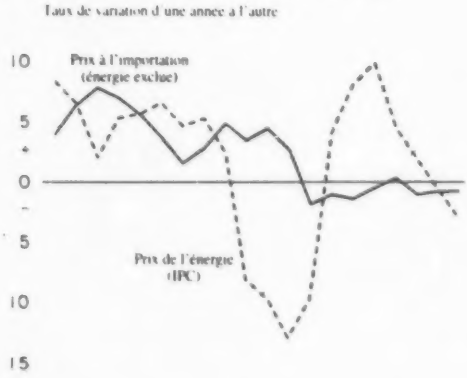
On a observé en 1988 une recrudescence des pressions inflationnistes au Canada. Comme il a été mentionné précédemment, la forte demande à l'échelle mondiale a provoqué un renchérissement marqué des produits de base et des produits finis dérivés des ressources naturelles. Dans le cas des produits alimentaires, ce renchérissement tient aussi à la baisse de l'offre provoquée par la sécheresse qui a sévi en Amérique du Nord. Parallèlement, des facteurs ont été à l'œuvre pour contrebalancer quelque peu ces pressions à la hausse sur les prix. L'appréciation de notre monnaie a eu pour effet d'abaisser les prix en dollars canadiens des produits faisant l'objet d'échanges, et la chute des cours mondiaux de l'énergie a été une autre source d'atténuation des pressions inflationnistes.

La conjugaison de tous ces facteurs explique que l'indice des prix à la consommation (IPC) était de 4 % plus élevé à la fin de 1988 qu'un an plus tôt, soit à peu près le rythme d'augmentation annuel enregistré au cours des quatre années précédentes. Cependant, abstraction faite de l'alimentation et de l'énergie – composantes relativement volatiles de l'IPC –, le taux de croissance de cet indice s'était accru pour s'établir à 5 % à la fin de 1988, contre 4 ¼ % un an plus tôt, et à près de 5 ½ % au début

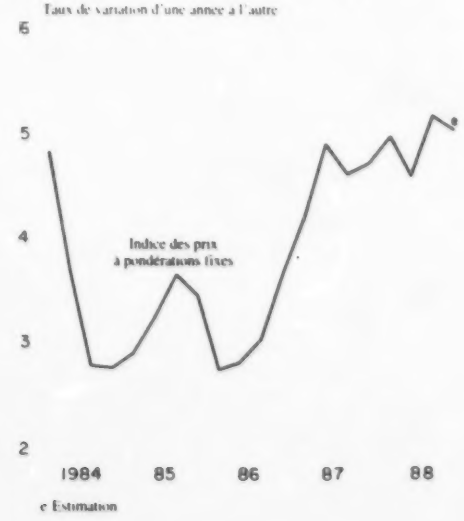
Indice des prix à la consommation



Prix à l'importation et prix de l'énergie



Indice des prix du produit intérieur brut



Prix des maisons

de 1989. Si le dollar canadien ne s'était pas apprécié, la croissance de l'IPC durant l'année aurait été plus marquée.

La vigueur des pressions inflationnistes s'est aussi manifestée dans la variation de l'indice de prix à pondérations fixes du produit intérieur brut, l'un des plus vastes indices de prix des biens et services produits au Canada. Celui-ci a augmenté d'environ 5 % sur la période allant du dernier trimestre de 1987 au dernier trimestre de 1988, ce qui reflète à la fois les hausses de prix enregistrées sur les marchés internationaux et les pressions généralisées observées sur le plan intérieur. Les maisons neuves et les maisons existantes ont de nouveau renchéri rapidement en 1988, mais, contrairement à 1987, cette tendance s'est propagée dans l'ensemble du pays au lieu de se limiter à la région centrale. Le rythme de croissance des coûts de la construction non résidentielle s'est accru à la faveur d'un important programme de dépenses d'investissement. Au chapitre des biens de consommation, les prix des automobiles ont augmenté plus rapidement qu'en 1987, et il en a été de même des prix d'une foule de services.

Compte tenu de la vigueur de la demande sur l'ensemble des marchés des biens et services, les bénéfices des sociétés ont enregistré une hausse marquée, aussi bien en chiffres absolus qu'en pourcentage du PIB. La rentabilité a été

Bénéfices des sociétés

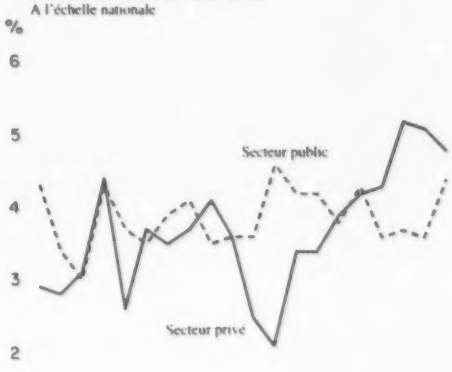
particulièrement élevée dans les industries d'exploitation de ressources naturelles autres que l'énergie, ce qui reflète la montée des cours mondiaux des produits de base.

Les exigences salariales se sont amplifiées face à l'accroissement de la demande globale, au niveau généralement élevé des marges bénéficiaires et au resserrement des marchés du travail. Les hausses des taux salariaux de base négociées dans le cadre des grandes conventions collectives du secteur privé ont été en moyenne de 4,9 %, contre 3,8 % en 1987. C'est de nouveau en Ontario que la progression a été la plus forte, soit de l'ordre de 5,5 %, mais il reste que les augmentations moyennes dans les régions périphériques ont été de 4,9 % contre 2,3 % en 1987. Il convient de signaler que les hausses accordées à la fin de l'année par les administrations provinciales et municipales dans le cadre de la plupart des accords salariaux se sont rapprochées de celles qui ont été consenties dans le secteur privé. Dans l'ensemble, le revenu salarial par travailleur a progressé de 5 % environ et, compte tenu de modestes gains de productivité, le rythme de croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a augmenté.

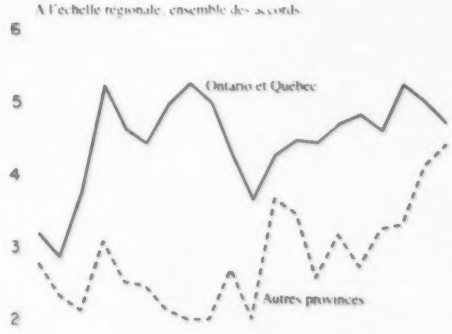
Indicateurs de l'évolution des coûts à la production

Augmentation annuelle effective des taux salariaux de base stipulée dans les nouveaux accords salariaux

A l'échelle nationale

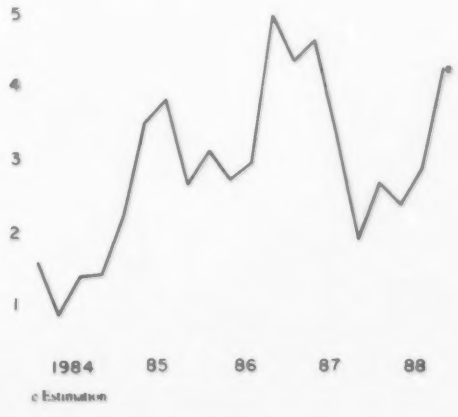


A l'échelle régionale, ensemble des accords



Coût de main-d'œuvre par unité produite

Taux de variation d'une année à l'autre



L'évolution monétaire et financière

Témoignant de la vigueur de la dépense globale, l'expansion de la monnaie au sens large et du crédit s'est poursuivie à un rythme rapide en 1988, et les taux d'intérêt à court terme ont monté progressivement. Les taux d'intérêt à long terme, par contre, sont restés assez stables, ce qui donne à penser que les attentes concernant le cours futur de l'inflation sont relativement favorables.

Les agrégats monétaires

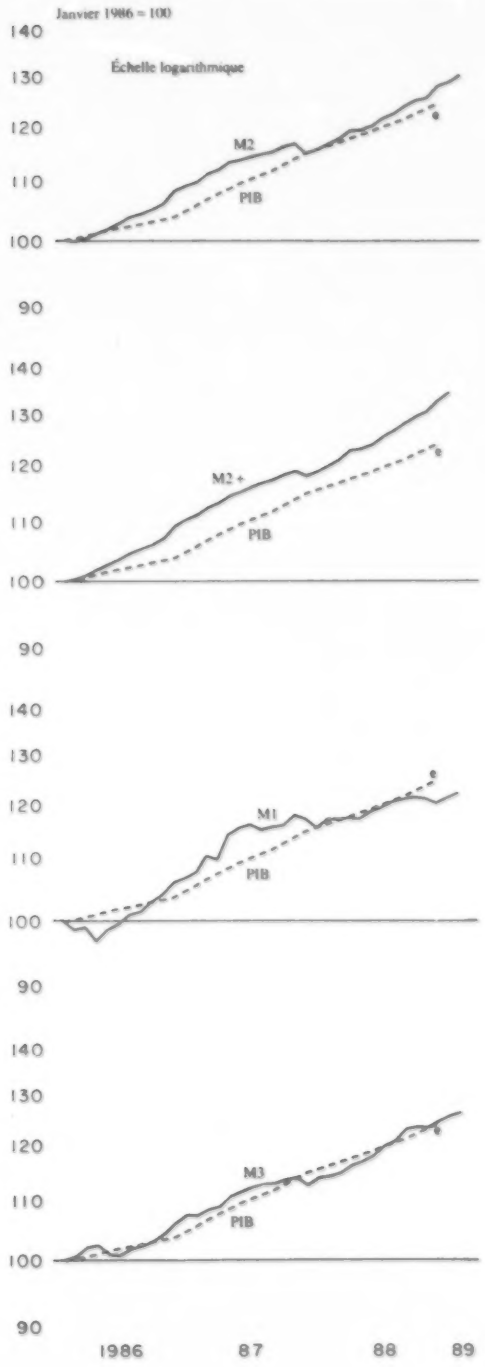
En raison principalement de la progression rapide de la dépense globale, les agrégats M2 et M2+, auxquels la Banque prête le plus d'attention, ont affiché une progression de plus de 10 % en 1988.

Comme au cours des années précédentes, la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada a entraîné une rupture momentanée dans le profil de croissance de ces agrégats. Le niveau relativement bas des ventes nettes d'obligations d'épargne en 1988 a provoqué une augmentation marquée de M2 et M2+ en novembre, après correction des variations saisonnières, alors que le montant élevé de ces ventes avait causé une réduction sensible de ces agrégats en novembre 1987. Néanmoins, la progression de M2 et M2+ de décembre à octobre, qui n'est pas influencée par ce phénomène, s'est élevée respectivement à 10,3 % et 12,1 % en taux annuels. La croissance plus rapide de M2+ par rapport à M2 traduit les gains que les institutions parabancaires ont enregistrés sur le marché des dépôts.

La hausse des taux d'intérêt à court terme a exercé une influence prononcée sur l'évolution de M1, dont la plupart des composantes ne sont pas rémunérées. Elle a contribué à maintenir la croissance de cet agrégat à un rythme nettement inférieur à celui de la dépense globale. L'influence qu'elle a eue sur les agrégats au sens

Taux d'intérêt canadiens

Agrégats monétaires et produit intérieur brut (PIB)



M2 :
M1 plus dépôts d'épargne des particuliers et dépôts à préavis autres que ceux des particuliers.

M2 + :
M2 plus dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et dépôts et parts sociales dans les credit unions et les caisses populaires.

M1 :
Monnaie hors banques et dépôts à vue moins les effets du secteur privé en cours de compensation.

M3 :
M2 plus dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et dépôts en monnaies étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents.

e Estimation

large a été moins marquée, étant donné que la plupart des dépôts compris dans M2, M2+ ou M3 sont assortis de taux d'intérêt qui s'ajustent assez rapidement aux taux du marché. Les variations des taux d'intérêt exercent donc sur les agrégats au sens large une influence qui se fait surtout sentir indirectement, soit par leurs effets sur la demande globale et les prix.

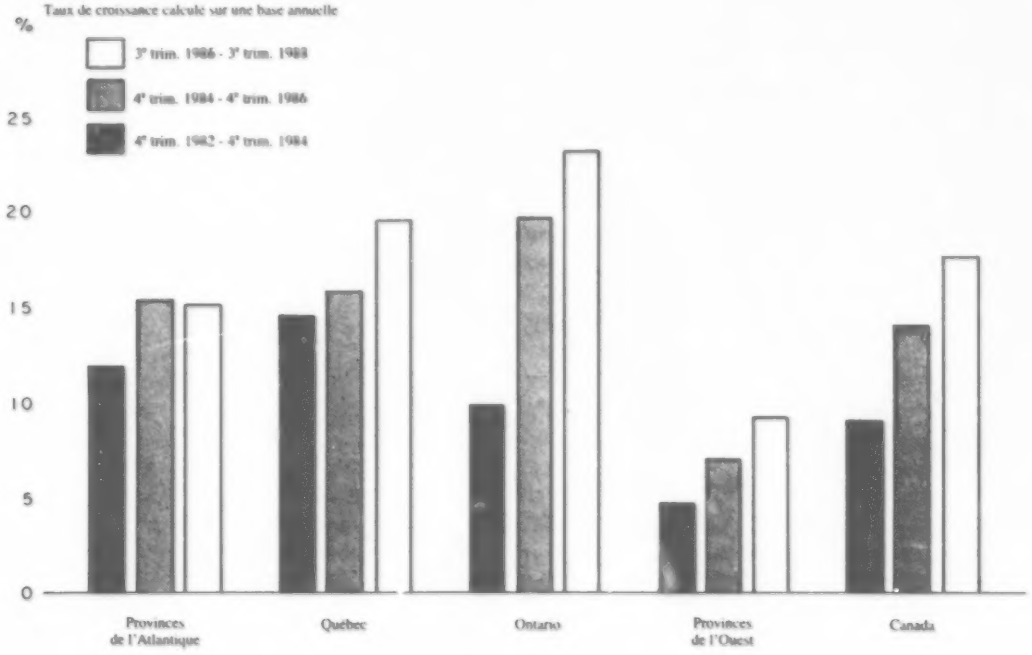
La progression de M3 est largement tributaire des fluctuations de la demande de prêts bancaires, dont la forte expansion en 1988 a amené les banques à intensifier leur recours au marché des gros dépôts, inclus dans M3 mais non dans M2. L'accélération du rythme de croissance de M3 n'est qu'une des mesures de l'expansion générale de la liquidité qui s'est produite au Canada après le krach boursier; les acceptations bancaires et le papier commercial, deux instruments qui ressemblent beaucoup aux gros dépôts bancaires, ont eux-mêmes connu une progression phénoménale.

Les agrégats du crédit

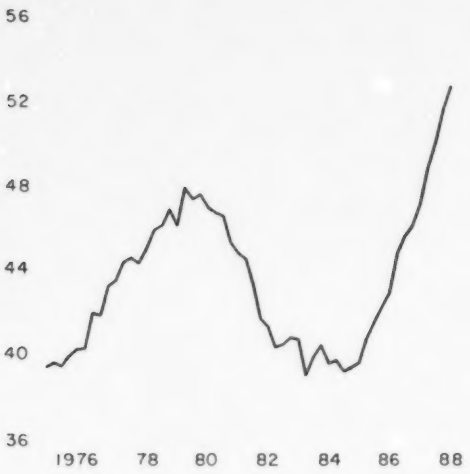
Les agrégats du crédit font état d'une progression rapide de l'endettement des ménages et des entreprises, tandis que le rythme d'accumulation de la dette publique continue de ralentir. Cette évolution confirme le fait que la crise boursière n'a modifié en profondeur ni les attitudes ni les projets de dépenses des Canadiens.

La croissance des crédits aux ménages a été particulièrement rapide en 1988, ce qui reflète la vigueur des dépenses de consommation et de la demande d'habitations. Elle s'est stabilisée autour de 17 %, après avoir enregistré une accélération marquée au cours des six dernières années. Ce rythme de croissance traduit l'optimisme que continuent d'entretenir les ménages au sujet de leur capacité d'assumer un endettement plus élevé par rapport à leur revenu disponible. La croissance de la dette des ménages est plus forte en Ontario et au Québec, où elle excède 20 %, et moins forte dans les provinces de

Crédits aux ménages par région

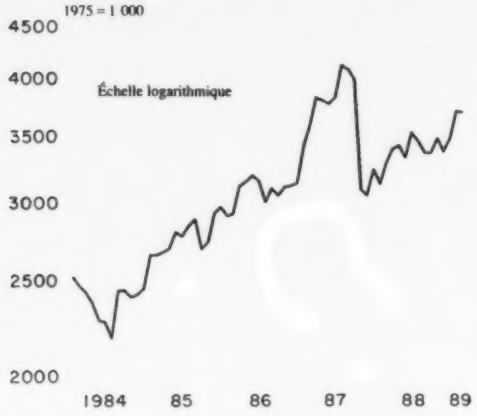


Crédits aux ménages en pourcentage du revenu disponible[1]



1. Ensemble des crédits accordés par les banques à charte, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les sociétés de financement et les compagnies d'assurance-vie

Indice synthétique (300) de la Bourse de Toronto



l'Ouest, où elle se rapproche néanmoins des 10 %.

La correction soudaine du marché boursier a eu des répercussions importantes sur la composition du financement externe des entreprises, mais elle n'en a pas infléchi le montant global. La demande de crédit des entreprises est restée forte, en raison de la vigueur des dépenses d'investissement et du nombre important des prises de contrôle. Ainsi, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises (actions incluses) s'est maintenue autour du niveau de 10 % qu'elle avait atteint en 1987. Les entreprises ont continué à recourir largement au financement obligataire, mais elles ont à toutes fins utiles abandonné le marché des actions comme source de financement – après s'y être approvisionnées amplement lorsque les conditions étaient plus favorables – pour se tourner vers les sources de crédit à court terme, soit les prêts bancaires et les émissions d'acceptations bancaires ou de papier commercial. Le rapport entre la dette et l'avoir propre pour l'ensemble des sociétés est cependant resté à peu près inchangé, vu la forte augmentation des bénéfices non répartis. En fait, les entreprises canadiennes ont réussi, au cours des six dernières années, à réduire considérablement leur ratio d'endettement par rapport au niveau qu'il avait atteint au plus fort de la récession en 1982.

Si la poursuite de l'expansion économique a alimenté la demande de crédit du secteur privé, elle a également contribué à accroître les recettes fiscales et permis une réduction du rythme d'accroissement de la dette publique. La décélération a été particulièrement prononcée du

Ratio d'endettement des entreprises (non compris les prêts entre sociétés)

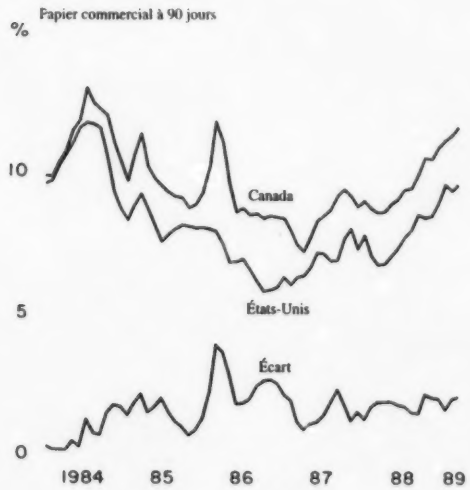
côté des administrations provinciales et municipales, qui dans l'ensemble ont réussi à réduire encore le rapport de leur dette au PIB. Le taux de croissance de la dette fédérale a été gonflé en 1988, comme en 1987, par les besoins de financement liés à une forte accumulation de réserves de change; mais même lorsque l'on fait abstraction de ce facteur, ce taux demeure plus élevé que celui du PIB.

L'évolution des taux d'intérêt et du taux de change

Le rythme élevé d'expansion de la monnaie et du crédit tout au long de l'année a été accompagné d'une augmentation progressive des taux d'intérêt à court terme. Le taux de rendement du papier commercial à 90 jours est passé de 8,75 % au début de janvier à 11,10 % à la fin de décembre, dépassant le niveau atteint à la veille du krach boursier. Ce resserrement graduel des conditions monétaires au Canada avait pour toile de fond un relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis, de sorte que les écarts entre les taux d'intérêt des deux pays sont demeurés relativement stables, mais élevés, au cours de l'année.

Le dollar canadien s'est apprécié d'environ 10 % par rapport aux principales monnaies

Taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis



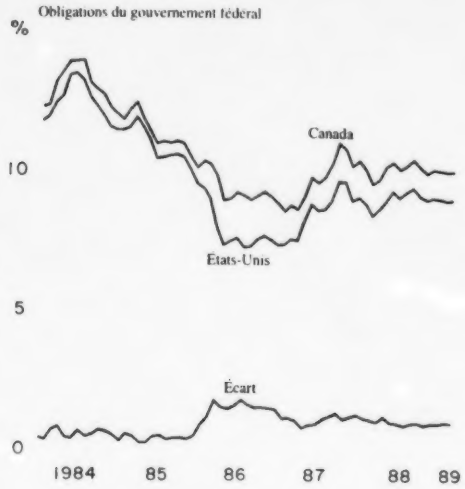
Taux de change et cours des matières premières

1. Moyenne pondérée des cours exprimés dans les monnaies du Groupe des sept

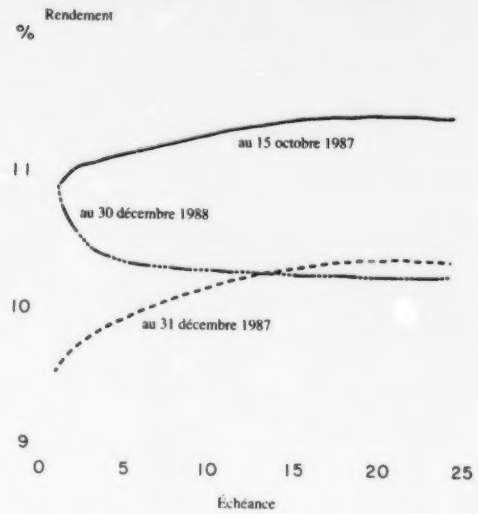
au cours de 1988. Il a gagné près de 8 % au premier semestre sous l'influence, notamment, du renchérissement des matières premières et de l'évaluation positive que les marchés des changes ont faite de l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire canadienne et des conséquences qu'aurait pour le Canada l'accord de libre-échange avec les États-Unis. Au second semestre, il a affiché des fluctuations prononcées, attribuables aux revirements du sentiment des marchés des changes au sujet des perspectives de ratification de cet accord.

Les taux d'intérêt à long terme se sont redressés quelque peu au début du printemps, lorsque la vigueur continue de la demande contredisait manifestement les attentes d'un ralentissement économique qui avaient provoqué la baisse de ces taux après le krach boursier. Ils sont restés assez stables par la suite, en dépit de l'augmentation des taux à court terme, et se sont maintenus à des niveaux nettement inférieurs à ceux qu'ils avaient atteints à la veille de la crise boursière; cela a eu pour effet d'inverser la courbe des rendements. Ce comportement des taux à long terme indique que les marchés financiers ont bon espoir que l'augmentation des taux à court terme contribuera à ralentir l'inflation.

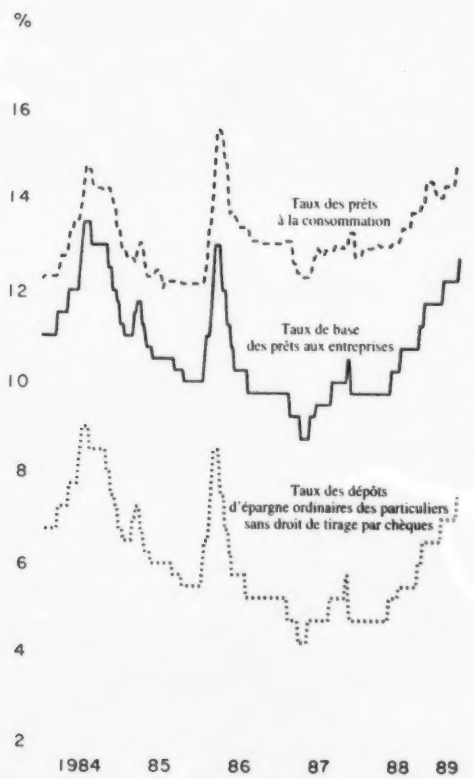
Taux d'intérêt à long terme au Canada et aux États-Unis



Courbe de rendement théorique des obligations du gouvernement canadien



Quelques taux d'intérêt des banques à charte



L'évolution des taux administrés a suivi de près celle des taux du marché pour des échéances comparables. Ainsi, le taux préférentiel des banques a été relevé de 2,5 points de pourcentage au cours de 1988 en réaction à l'augmentation du loyer de l'argent à court terme, mais les taux des prêts hypothécaires à cinq ans n'ont augmenté que de 0,5 point.

L'augmentation des taux d'intérêt à court terme s'est poursuivie au cours des premières semaines de 1989, déclenchant de nouvelles hausses des taux administrés, dont un relèvement de 0,5 point de pourcentage du taux de base des prêts aux entreprises.

Autres aspects de l'évolution financière

Comme les autres pays du Groupe des dix, le Canada a endossé les recommandations que le Comité de Bâle des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires a proposées pour harmoniser les normes de capitalisation auxquelles sont assujetties les banques à vocation internationale. Le Comité a élaboré un cadre de référence dans lequel il établit le niveau des fonds propres que ces institutions devront maintenir à compter de 1992 à un minimum de 8 % d'une somme pondérée des avoirs et de certains engagements hors bilan. Ce cadre de référence prévoit aussi certaines mesures transitoires pour assurer une intégration souple et progressive de ces nouvelles normes et laisse à chaque pays une certaine latitude quant à la pondération qui sera attachée à certains avoirs et quant à la définition des fonds propres. Après discussion avec les banques canadiennes, le Bureau du surintendant des institutions financières a précisé que la définition qui sera retenue au Canada exclurait la provision générale pour pertes sur prêts souverains et tout gain de capital non réalisé sur le portefeuille-titres ou sur les actifs immobilisés des banques.

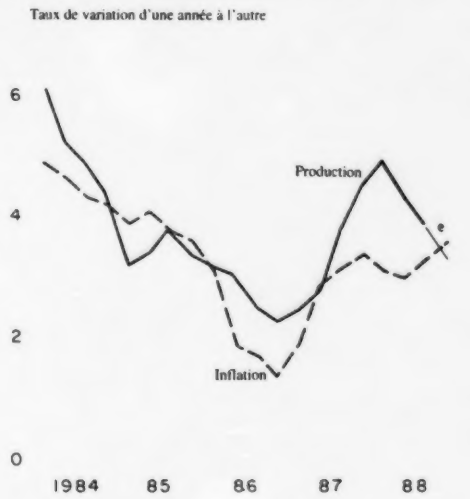
Une nouvelle étape vers le décloisonnement des marchés financiers a été franchie en 1988, par suite de l'assouplissement des dispositions régissant la propriété des sociétés de courtage en valeurs mobilières. Chacune des six grandes banques canadiennes a maintenant créé ou acquis une société de courtage. Ce phénomène s'inscrit dans le contexte d'une tendance assez généralisée de par le monde en faveur de la participation des banques au commerce des valeurs mobilières.

L'évolution internationale

Les grands pays industriels ont enregistré, en 1988, une expansion économique d'une vigueur inattendue, et l'apparition de pressions inflationnistes dans de nombreux pays a entraîné un resserrement général des conditions monétaires. Des progrès ont été accomplis dans la résorption des déséquilibres des paiements entre l'Allemagne, le Japon et les États-Unis durant les premiers mois de l'année, mais le rythme d'ajustement s'est mis à marquer le pas, et des indices attestant d'un renversement de la tendance sont apparus au fil des mois.

En ce qui concerne les pays en développement, des phénomènes extérieurs favorables, tels que la forte croissance de la dépense dans les pays industriels et le raffermissement général des prix des produits de base, ont été neutralisés par la hausse des taux d'intérêt dans le monde et, dans certains cas, par l'affaiblissement des cours mondiaux du pétrole. Malgré l'amélioration générale des ratios de la dette au PNB et de la dette aux exportations de biens et de services, beaucoup de pays débiteurs ont eu du mal à assurer le service de leur dette et ont continué d'être en butte à des problèmes de financement en 1988. En particulier, les banques sont devenues de moins en moins disposées à accroître leurs créances sur ces pays en leur octroyant de nouveaux prêts. Toutefois, les effets de cette situation ont été atténués par l'élaboration de nouveaux modes de financement et par une plus grande acceptation des différentes formes d'allégement volontaire de la dette.

Grands pays industriels[1] : production et prix à la consommation[2]



1. Les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie et le Canada
2. Pondérés par le PIB ou le PNB de 1982

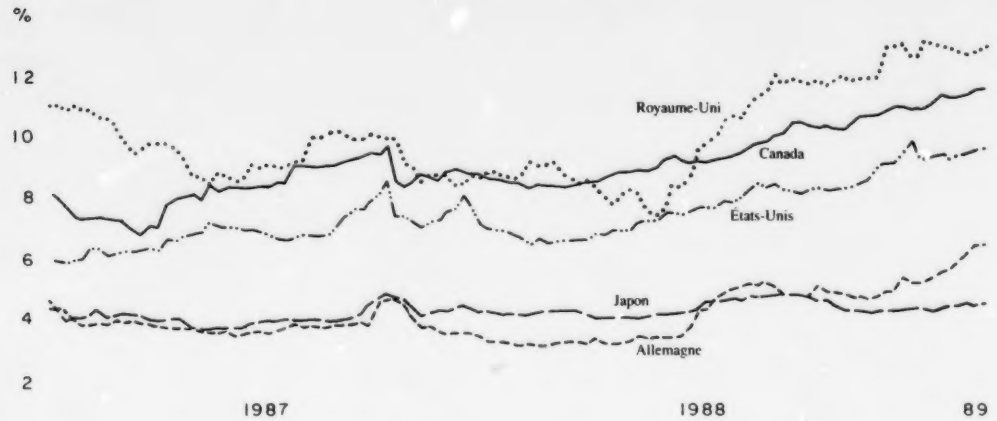
e Estimation

Les pays industriels

Le rythme de l'activité économique dans les sept grands pays industriels s'est accéléré tout le long de 1987 et au premier trimestre de 1988, en dépit de l'importante correction boursière qui s'est opérée en octobre 1987. Ce rythme d'expansion étonnamment rapide explique qu'on se soit moins préoccupé des éventuels effets négatifs de la débâcle boursière pour se soucier davantage du risque de recrudescence de l'inflation. Des signes de tensions sur l'appareil productif ont commencé à se faire jour, et les prix à la consommation se sont mis à monter plus rapidement dans un certain nombre de pays malgré la faiblesse des prix du pétrole. Les hausses rapides des cours mondiaux de nombreux produits de base autres que le pétrole sont venues aviver ces pressions, surtout durant le premier semestre.

Dans le but de contrer ces pressions inflationnistes naissantes, la plupart des grands pays industriels ont resserré leur politique monétaire au cours de 1988, ce qui s'est traduit par une hausse des taux d'intérêt à court terme. Pour

Taux d'intérêt à court terme pratiqués dans certains grands pays industriels

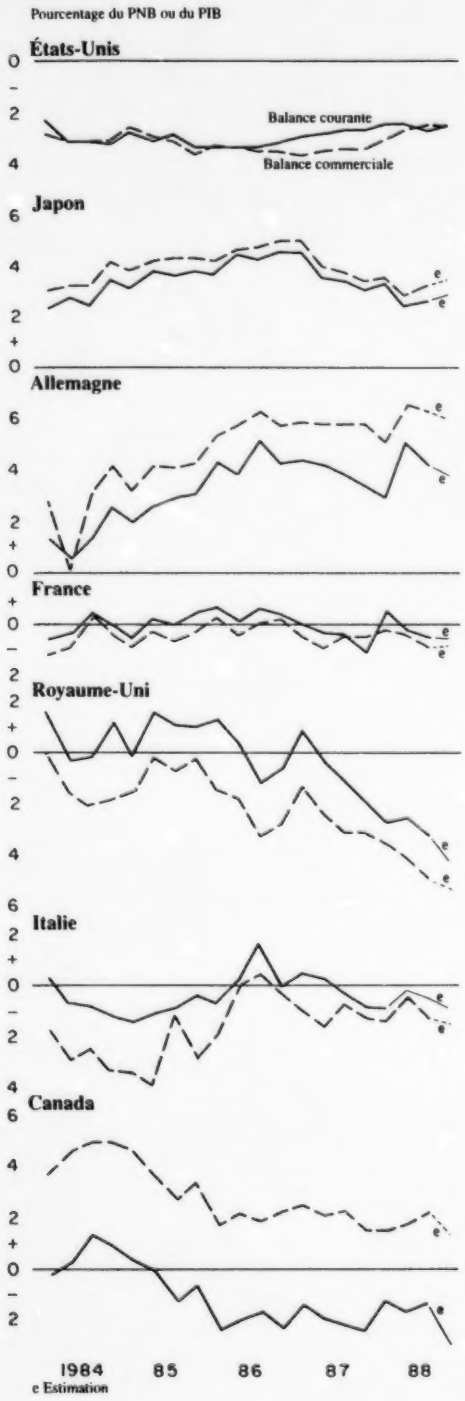


leur part, les taux d'intérêt à long terme sont restés relativement stables, car les marchés s'attendaient à ce que les mesures de politique monétaire prises parviennent à moyen terme à prévenir la recrudescence de l'inflation. C'est au Royaume-Uni, au Canada et aux États-Unis, pays où les pressions inflationnistes se sont le plus fait sentir, que le resserrement a été le plus marqué. La dépense globale s'est certes ralentie au second semestre, mais le rythme de l'expansion économique est resté élevé par rapport à ce qu'il a été ces dernières années, et rien encore ne laisse croire que les pressions inflationnistes se soient atténuées.

Le profil de l'évolution de la dépense et de la production aux États-Unis, au Japon et en Allemagne de l'Ouest sur l'ensemble de l'année a favorisé une compression des importants déséquilibres bilatéraux des paiements extérieurs de ces pays. Les progrès réalisés, qui ont été

Quelques taux de change

Balances extérieures des sept grands pays industriels



plus tangibles au Japon et aux États-Unis, tenaient aux baisses antérieures du cours du dollar américain de même qu'aux ajustements des politiques budgétaires opérés par les pays du Groupe des sept, dans le cadre de la coordination de leurs politiques et en fonction de l'évolution des marchés financiers après octobre 1987. Aux États-Unis, la balance commerciale, en pourcentage du PNB, s'est sensiblement améliorée durant le premier semestre de l'année. La balance courante, qui englobe les paiements au titre des services et les revenus sous forme d'intérêts, s'est nettement moins améliorée en raison de l'accroissement des paiements d'intérêts liés au service de la dette extérieure des États-Unis. L'excédent commercial du Japon a diminué au début de l'année, mais le gros des progrès a été annulé au second semestre, les exportations à destination des autres pays d'Asie et de l'Europe ayant continué d'augmenter. L'excédent commercial de l'Allemagne s'est fortement accru au deuxième trimestre de 1988, grâce notamment à la croissance vigoureuse des exportations de biens d'équipement vers les autres pays d'Europe, mais il s'est remis à baisser, par rapport au PNB, durant le second semestre. Cette évolution du commerce international s'est accompagnée d'une certaine dégradation des balances extérieures d'autres pays industriels, en particulier le Royaume-Uni.

Les signes d'un allégement du déficit commercial des États-Unis ont soutenu le cours du dollar américain pendant l'année, mettant ainsi un frein à la dépréciation de cette devise observée depuis le début de 1985. Le dollar É.-U. a également été soutenu par des attentes de hausses des taux d'intérêt aux États-Unis, alimentées par la présence d'indices attestant que l'économie américaine connaissait une croissance plus rapide que prévu. Même si le cours du yen japonais a peu varié en termes nets par rapport au dollar américain en 1988, il a fortement augmenté vis-à-vis du mark allemand et des autres monnaies des pays de l'Europe continentale. La livre sterling s'est aussi appréciée de façon continue durant l'année par rapport au mark, mais a légèrement baissé vis-à-vis du yen. À différentes reprises, l'intervention concertée des pays du Groupe des sept sur le marché des changes a favorisé un comportement plus ordonné des monnaies que celui qu'on avait généralement observé ces dernières années.

Vers la fin de l'année, le dollar américain a fait l'objet de nouvelles pressions à la baisse en raison de l'incertitude entourant l'orientation future des politiques budgétaire et monétaire des États-Unis et l'évolution des cours mondiaux du pétrole. À l'aube de 1989 cependant, le dollar a, tout compte fait, retrouvé la faveur des marchés des changes, à mesure que se raffermissaient les cours mondiaux du pétrole et que les indicateurs économiques continuaient de témoigner de la croissance vigoureuse de l'économie américaine.

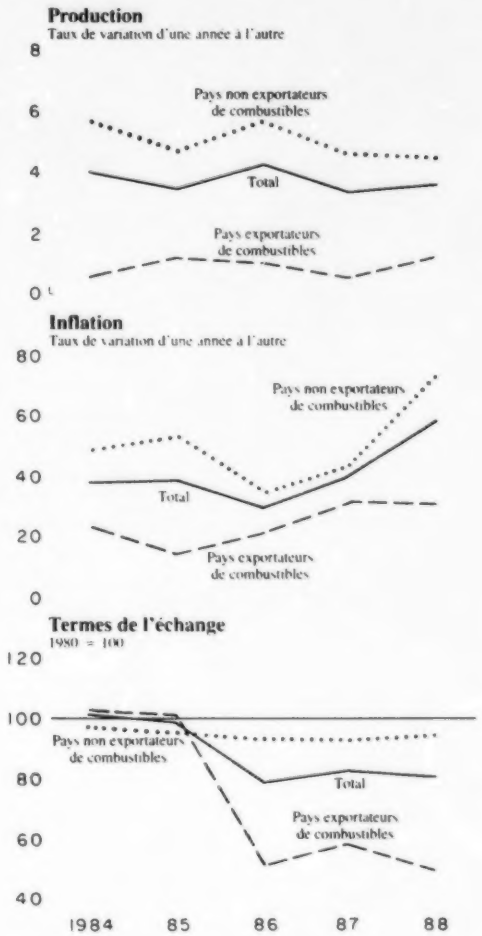
Les pays en développement

Les économies des pays en développement ont affiché une tenue inégale en 1988. La croissance de la production globale y a été un peu plus rapide, mais le taux d'inflation moyen a atteint un nouveau sommet, en raison surtout d'une accélération de la croissance des prix dans un certain nombre de pays où l'inflation est traditionnellement élevée. Après avoir été presque nul en 1987, le solde de la balance courante de l'ensemble des pays en développement est devenu légèrement déficitaire l'année dernière, la chute des prix du pétrole ayant affaibli la situation des pays exportateurs de ce produit.

Divers facteurs expliquent l'apparente incapacité de l'ensemble des pays en développement de tirer un meilleur parti de la vigueur de l'activité économique dans les pays industriels, du raffermissement de la demande des matières premières industrielles et du redressement des cours de celles-ci. Dans certains pays, les effets bénéfiques de ces facteurs ont été annulés par la faiblesse des prix du brut sur les marchés mondiaux, la baisse des prix de certains produits de base tropicaux et la hausse des taux d'intérêt dans le monde, laquelle a alourdi le fardeau du service de la dette. Aux effets défavorables de ces facteurs d'origine externe s'est ajoutée dans certains pays l'absence de mesures s'attaquant aux graves problèmes intérieurs, en particulier l'accélération de l'inflation.

Un grand nombre des pays en développement lourdement endettés ont encore cette année éprouvé des difficultés à assurer le service de leur dette. Le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale ont continué de soutenir activement, par des conseils en matière de politique ou par de l'aide financière, les efforts que les pays débiteurs déploient en vue de résoudre leurs problèmes. Au cours de la dernière année, le capital autorisé de la Banque mondiale a été porté à 171,4 milliards de dollars É.-U., soit une hausse d'environ 80 %, ce qui permettra à cette institution d'accroître ses concours aux pays en développement. Une facilité de prêt du FMI a également été modifiée afin que les pays qui entreprennent des programmes d'ajustement appuyés par le Fonds soient admissibles à un financement additionnel en cas d'évolution défavorable à l'étranger. En vertu d'un accord signé entre créanciers officiels dans le cadre d'une initiative lancée au Sommet de Toronto en juin dernier, les pays débiteurs les plus pauvres, surtout

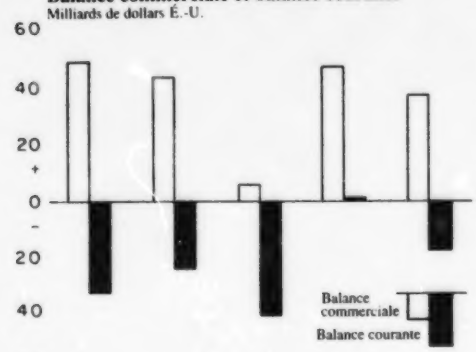
Pays en développement



Pays en développement

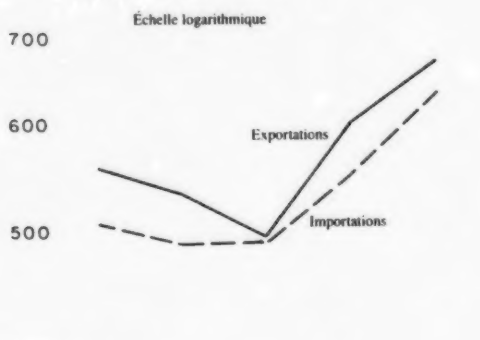
Balance commerciale et balance courante

Milliards de dollars É.-U.



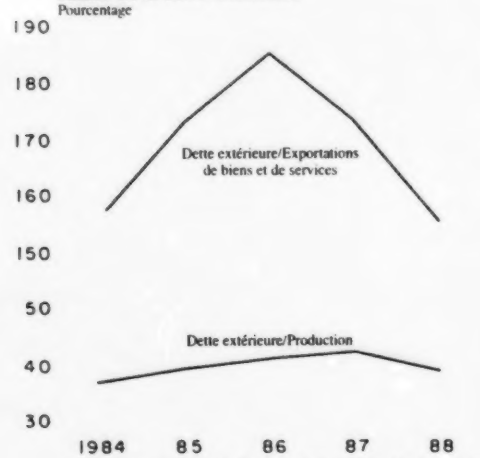
Balance commerciale

Milliards de dollars É.-U.



Ratios de la dette extérieure[2]

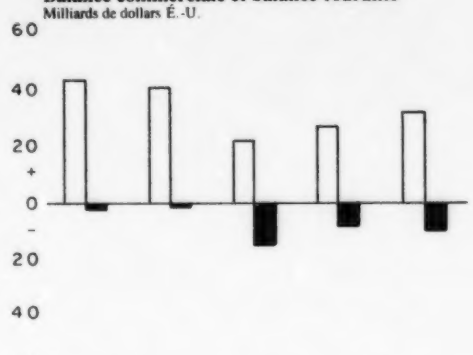
Pourcentage



Quinze pays en développement lourdement endettés[1]

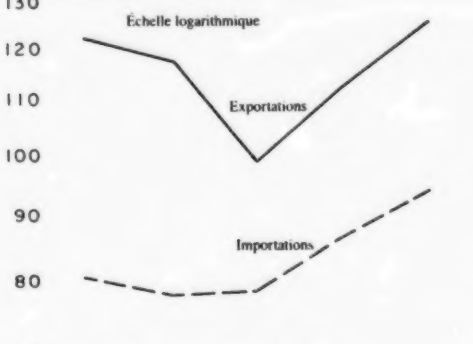
Balance commerciale et balance courante

Milliards de dollars É.-U.



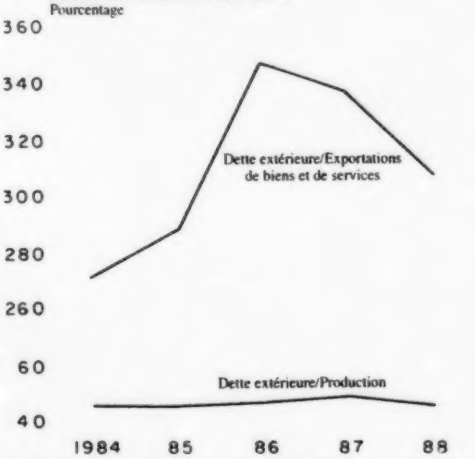
Balance commerciale

Milliards de dollars É.-U.



Ratios de la dette extérieure

Pourcentage



1. L'Argentine, la Bolivie, le Brésil, le Chili, la Colombie, la Côté-d'Ivoire, l'Équateur, le Maroc, le Mexique, le Nigéria, le Pérou, les Philippines, l'Uruguay, le Venezuela et la Yougoslavie
2. Les ratios s'appliquent seulement aux pays en développement importateurs de capitaux.

ceux de l'Afrique au sud du Sahara, peuvent désormais bénéficier de conditions encore plus favorables pour les rééchelonnements de dettes qui seront entrepris sous l'égide du Club de Paris.

Des pays débiteurs ont également conclu des ententes avec les banques créancières en vue de rééchelonner leur dette ou d'obtenir de nouveaux prêts. Le cas du Brésil offre l'exemple le plus frappant : l'accord conclu par ce pays lui a permis d'éliminer ses arriérés d'intérêts et de rééchelonner une bonne partie de sa dette envers les banques. Néanmoins, certains signes laissent croire que les banques hésitent de plus en plus à consentir des prêts aux pays débiteurs les moins développés. La difficulté de conclure de tels accords de financement, accentuée dans certains cas par le fait que le pays débiteur n'a pas adopté de politiques que puissent soutenir le FMI et la Banque mondiale, et la diversité croissante des stratégies des banques ont de plus en plus poussé les pays débiteurs à suspendre leurs paiements d'intérêts et à se servir des montants ainsi libérés pour pallier le tarissement des sources extérieures de financement.

Dans ce contexte, l'accent a davantage été mis sur la diversification des modes de financement, dans le but d'inciter les banques à participer à des montages financiers, et sur les moyens d'alléger l'encours de la dette. L'accord conclu par le Brésil est remarquable par la variété des options qu'il contient, notamment la conversion de dettes en prises de participation et l'émission de «bons de sortie» spéciaux qui permettent aux banques d'éliminer ou de réduire dans l'avenir leur apport d'argent frais ou leur participation à des rééchelonnements. Des programmes de conversion de dettes en prises de participation ont été mis sur pied dans différents pays, souvent dans le cadre de montages financiers.

D'autres initiatives ont également favorisé la réduction de la dette. Au début de 1988, le Mexique a procédé à une adjudication d'obligations nanties contre lesquelles une partie de sa dette envers les banques devait être échangée, ce qui lui a permis de réduire quelque peu l'encours de sa dette. La Bolivie a conclu un accord avec ses créanciers bancaires, en vertu duquel elle a racheté une partie de sa dette avec une décote substantielle à l'aide de fonds donnés par des pays créditeurs. Le Chili quant à lui, avec l'accord de ses créanciers bancaires, a tiré parti du niveau exceptionnel des recettes provenant de l'exportation du cuivre pour racheter une petite partie de sa dette avec décote.

En 1988, la Banque du Canada, avec le consentement du ministre des Finances, a participé en collaboration avec d'autres pays industriels à trois ententes visant à octroyer un financement relais à des pays débiteurs. Dans chacun des cas, les crédits octroyés étaient liés à un programme d'ajustement économique que le pays avait mis en place avec le concours du FMI ou de la Banque mondiale, ou des deux. La part du Canada dans le prêt de 250 millions de dollars É.-U. accordé à la Yougoslavie était de 10 millions de dollars É.-U.; dans le prêt de 500 millions de dollars É.-U. consenti au Brésil, elle était de 25 millions, et dans celui du même montant consenti à l'Argentine, elle était de 22,5 millions. À la fin de l'année, la Yougoslavie et le Brésil avaient remboursé leurs prêts, et seule une petite partie du prêt accordé à l'Argentine était encore impayée.

LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA

Les avances et les opérations sur titres de la Banque du Canada

La Banque du Canada octroie des avances à un jour aux membres de l'Association canadienne des paiements (ACP) chaque fois que ceux-ci ont besoin de ce type de prêt pour maintenir leurs réserves-encaisse ou pour renflouer les comptes de règlement qu'ils tiennent à la banque centrale. À la fin de 1988, l'encours de ces avances était de 342 millions de dollars; celles-ci ont été entièrement remboursées le premier jour ouvrable de la nouvelle année. Les avances consenties aux membres de l'ACP en 1988 sont résumées au Tableau 4 de l'Annexe.

Le solde des avances à long terme qui avaient été accordées à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque a continué de diminuer en 1988. À la faveur de la liquidation progressive des avoirs de ces deux banques insolvables, le solde de ces avances est passé de 362 millions au début de 1988 à 143 millions de dollars à la fin de l'année.

La Banque du Canada accorde également des prêts, sous forme de prises en pension, aux courtiers en valeurs mobilières qui font aussi office d'agents agréés du marché monétaire. Les opérations de pension peuvent être conclues à la demande des agents agréés qui veulent ainsi financer une partie de leurs stocks de titres du marché monétaire lorsqu'ils n'ont pas accès à d'autres sources de financement ou que celles-ci sont trop onéreuses. Toutefois, ces opérations peuvent aussi avoir lieu à l'initiative de la Banque du Canada et visent alors à contrebalancer les pressions à la hausse excessives qui s'exercent sur les taux de financement à un jour. Cette forme d'opération de pension, appelée communément prise en pension «spéciale», est devenue prédominante au cours des deux dernières années. En effet, les prises en pension spéciales ont représenté environ 70 % de l'ensemble du crédit consenti aux agents agréés en 1988.

La fréquence des cessions en pension, auxquelles la Banque a eu recours pour la première fois en 1986, a aussi continué d'augmenter en 1988. Ces opérations sont effectuées à l'initiative de la Banque et visent à contrer les pressions à la baisse inopportunes sur les taux du financement à un jour. En 1988, il y a eu des cessions en pension à dix occasions, dont la plupart ont été conclues en juin pour un montant total de 2,4 milliards de dollars. Les prises en pension spéciales et les cessions en pension permettent à la Banque d'exercer sur les taux d'intérêt à très court terme une influence plus directe et plus immédiate qu'elle ne pourrait le faire par le jeu de la gestion des réserves-encaisse ou des opérations d'open market sur bons du Trésor. Le Tableau 4 de l'Annexe fait état des opérations de pension réalisées en 1988.

Le portefeuille de titres du gouvernement canadien que détient la Banque du Canada s'est accru très légèrement en 1988, soit de 241 millions de dollars. Pour ajuster ce portefeuille, la Banque conclut des opérations sur le marché ou avec des clients, ou encore, elle modifie les montants de titres qu'elle achète à l'occasion des émissions d'obligations négociables et des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor. En 1988, le volume des acquisitions de la Banque lors de ces adjudications a été lié en grande partie aux commandes de ses clients, principalement les banques centrales et les organismes internationaux; le montant total des achats de bons du Trésor pour le compte de clients a plus que doublé au cours de l'année, se chiffrant à environ 8,3 milliards de dollars. Les ventes nettes de bons du Trésor que la Banque a effectuées à l'aide d'opérations d'open market se sont élevées à 2,5 milliards de dollars en 1988, contre 1,7 milliard l'année précédente. Le recours à de telles opérations a été particulièrement notable en juin et en décembre, car la Banque cherchait alors à atténuer les pressions à

la baisse sur les taux à court terme en procédant à des ventes de bons du Trésor. De plus, lorsque des pressions à la hausse se sont exercées sur les taux d'intérêt en 1988, la Banque a effectué des opérations dites opérations d'échange, qui ont totalisé 1,3 milliard de dollars et dans le cadre desquelles elle a acquis surtout des bons du Trésor à environ 3 mois en échange de titres à échéance plus rapprochée.

Au cours de l'année, la Banque a accru de 143 millions de dollars son portefeuille d'obligations négociables du gouvernement canadien au moyen de petits achats nets effectués lors de nouvelles émissions. Le Tableau 3 de l'Annexe présente les variations enregistrées en 1988 par le portefeuille de titres du gouvernement canadien que détient la Banque du Canada.

La gestion de la dette publique et du Trésor

La Banque du Canada, en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, conseille celui-ci et lui fournit des services administratifs en matière de gestion de la dette publique. En 1988, la dette intérieure de l'État a augmenté de 31,3 milliards de dollars, ce qui représente un accroissement de 6,8 milliards de dollars par rapport au montant net des emprunts contractés en 1987. Cette accélération tient principalement au fait que le gouvernement canadien devait financer des achats nets de devises s'élevant à environ 10,5 milliards de dollars en 1988; en comparaison, les achats nets de devises effectués l'année précédente avaient été de 5 milliards de dollars environ.

Les bons du Trésor, qui sont d'habitude émis pour des termes de 3 mois, de 6 mois ou de 1 an, ont représenté les deux tiers de l'augmentation de l'encours de la dette en 1988. L'autre tiers a été constitué d'obligations négociables dont les échéances variaient de 2 à 21 ans, l'encours des obligations d'épargne du Canada s'étant réduit légèrement au cours de l'année. Par conséquent, le pourcentage de bons du Trésor dans l'encours total de la dette intérieure de l'État a augmenté, passant de 32,3 % environ à 36,5 %. La part des obligations négociables a baissé d'environ un point de pourcentage, pour se situer à 43,2 % du total. Comme cela a été le cas ces dernières années (sauf en 1987, une année de ventes records), le pourcentage des obligations d'épargne a continué de diminuer, passant de 23,3 % en 1987 à 20,3 %. Au cours de 1988, l'échéance moyenne des titres négociables de la dette intérieure de l'État – qui comprend les bons du Trésor et les obligations négociables, mais exclut les obligations d'épargne – a été ramenée de 4 ans et 11 mois à 4 ans et 5 mois.

La capacité de varier le volume de titres offerts aux adjudications hebdomadaires a été pour le gouvernement un élément important de son programme d'adjudications de bons du Trésor en 1988. Par exemple, des adjudications atteignant le chiffre record de 5 milliards de dollars ont eu lieu à plusieurs reprises. En revanche, des montants d'à peine 3 milliards de dollars ont été offerts aux adjudications de novembre tenues au lendemain de la campagne annuelle de vente d'obligations d'épargne du Canada. Pendant l'année, l'encours des bons du Trésor a enregistré des variations hebdomadaires oscillant entre une diminution nette de 900 millions de dollars et un accroissement net de 1,7 milliard. Le gouvernement a aussi émis davantage de bons du Trésor à plus court terme (de 8 à 46 jours) afin de combler les insuffisances temporaires de sa trésorerie et de mener ses opérations à l'aide d'encaisses de transaction moins élevées. Au total, environ 14 milliards de dollars de bons du Trésor de ce type ont été émis en 1988, comparativement à 5 milliards en 1987.

En vue de gérer de manière plus efficace sa trésorerie, le gouvernement a eu davantage recours à des appels de soumissions concurrentielles pour le placement à terme de ses liquidités. En vertu de ce mécanisme, mis en place en 1986, le gouvernement adjuge aux plus offrants une partie de ses liquidités pour des périodes de durée variable. Les soumissionnaires admissibles sont les adhérents de l'Association canadienne des paiements. La Banque du Canada, en sa qualité d'agent financier du gouvernement, effectue des prévisions à très court terme relativement au montant des disponibilités quotidiennes de l'État et conseille le gouvernement sur les montants, les échéances et la fréquence des adjudications, dont elle assure l'exécution. En 1988, la fréquence des adjudications a doublé pour passer à quatre ou cinq fois par se-

maine en général. Les montants offerts ont varié de 200 millions à 2,5 milliards de dollars, et les échéances de 1 à 13 jours.

En 1988, le gouvernement a lancé 25 nouvelles émissions d'obligations négociables, dont les échéances étaient réparties également entre le court, le moyen et le long terme. Les renseignements se rapportant à ces émissions figurent au Tableau 5 de l'Annexe. Comme l'année précédente, l'échéance moyenne des nouvelles émissions a été de huit ans environ. La part de ces dernières placée par adjudication – plutôt que par le recours traditionnel à un consortium composé de courtiers en valeurs mobilières et de banques – est passée à 54 % en 1988, contre environ 50 % l'année précédente.

Le produit brut des ventes d'obligations d'épargne du Canada émises en 1988, et qui étaient assorties d'un taux d'intérêt de 9,5 % la première année, a été de 15 milliards de dollars environ. Ces ventes ont largement compensé les rachats effectués pendant l'année, y compris ceux des obligations de l'émission arrivant à échéance en novembre 1988 et qui totalisaient un montant record de 6,2 milliards de dollars. Le précédent montant record d'obligations arrivant à échéance, atteint en 1985, avait été d'un peu plus de 3,5 milliards de dollars. La campagne de 1988 a été marquée par un changement important, à savoir que la période de vente a été déplacée de la première semaine de novembre à la dernière partie d'octobre et qu'elle a pris fin le 1er novembre. Ce nouveau calendrier a permis au gouvernement de mieux harmoniser les entrées de fonds résultant du produit des ventes et les sorties de fonds qui ont lieu au début de novembre en raison du paiement annuel des intérêts et du rachat des obligations d'épargne échues.

En février 1989, devant la hausse généralisée des taux à court terme, le ministre des Finances a annoncé un relèvement de un point de pourcentage du taux des obligations d'épargne du Canada, pour la période allant du début de mars à la fin de juin.

Le tableau ci-dessous indique les variations de l'encours des titres émis par le gouvernement canadien sur le marché intérieur en 1987 et en 1988.

Variations de l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement du Canada en 1987 et en 1988

Milliards de dollars (valeur nominale)

	1987	1988
Bons du Trésor	4,5	21,0
Obligations négociables	11,2	11,0
Obligations d'épargne du Canada	8,8	−0,7
Total	24,5	31,3
Ventilation par détenteur :		
Banque du Canada		
Bons du Trésor	1,9	0,1
Obligations négociables	0,1	0,1
Total	2,0	0,2
Banques à charte		
Bons du Trésor	−3,7	2,2
Obligations négociables	1,1	0,9
Total	−2,6	3,1
Comptes du gouvernement		
Bons du Trésor	–	0,2
Obligations négociables	0,3	0,1
Total	0,3	0,3
Public		
Bons du Trésor	6,3	18,5
Obligations négociables	9,7	9,9
Obligations d'épargne du Canada	8,8	−0,7
Total	24,8	27,7

En février, le gouvernement canadien a commencé à conclure des accords de swap de taux d'intérêt sur le marché intérieur afin de réduire les frais liés au service de sa dette. En vertu de ces accords, le gouvernement reçoit des autres parties contractantes des versements d'intérêts à taux fixe qui serviront à payer les intérêts sur l'encours de ses obligations à taux fixe. En contrepartie, il leur verse, sur des montants en principal équivalents, des intérêts calculés sur la base d'un taux qui varie en fonction du taux des acceptations bancaires à 3 mois. À la fin de l'an-

née, les montants des swaps négociés totalisaient 950 millions de dollars. Ces swaps, qui ont tous été conclus avec des institutions financières canadiennes, portaient des échéances allant de 2 ans et 8 mois à 10 ans et 2 mois. Si l'écart moyen entre les taux des acceptations bancaires à 3 mois et ceux des bons du Trésor à 3 mois se maintient au niveau observé récemment, soit environ 15 points de base, le taux variable auquel seraient calculés les intérêts que le gouvernement devrait effectivement payer sur ces swaps serait de quelque 73 points de base au-dessous du taux des bons du Trésor à 3 mois.

Les réserves de change ont doublé en 1988 en raison de l'appréciation continue du dollar canadien. Ce niveau plus élevé des réserves a donné au gouvernement canadien la latitude nécessaire pour réduire sa dette extérieure d'environ 1,5 milliard de dollars É.-U. Ainsi, il a remboursé deux emprunts, l'un de 100 millions et l'autre de 500 millions de dollars É.-U. arrivés à échéance en juin et en octobre respectivement; de même, un emprunt consortial de 120 milliards de yens a fait l'objet d'un remboursement anticipé en juillet. On trouvera au Tableau 5 de l'Annexe les renseignements relatifs à ces opérations. En 1988, l'État canadien n'a lancé aucune nouvelle émission obligataire libellée en devises.

Le gouvernement canadien a aussi puisé dans ses réserves de change pour racheter sur le marché environ 236 millions de dollars É.-U. de l'encours de sa dette extérieure. Mis en place vers la fin de l'année, ce programme de rachat a porté sur trois emprunts en dollars É.-U. placés initialement sur le marché américain et venant à échéance en juillet 1995, en avril 1998 et en octobre 1998.

L'encours des bons du Canada, qui sont des billets à court terme en dollars É.-U. émis par le gouvernement canadien sur le marché monétaire américain, s'est généralement maintenu dans une fourchette allant de 725 à 1 050 millions de dollars É.-U.; il se situait à la fin de l'année à 1 044 millions de dollars É.-U. Lancés à l'automne de 1986, ces titres permettent de se procurer des dollars É.-U. à un coût relativement avantageux. Les besoins officiels en dollars É.-U. ayant diminué, l'encours de ces titres a été maintenu à un niveau minimal afin de préserver cette voie d'accès au marché monétaire américain.

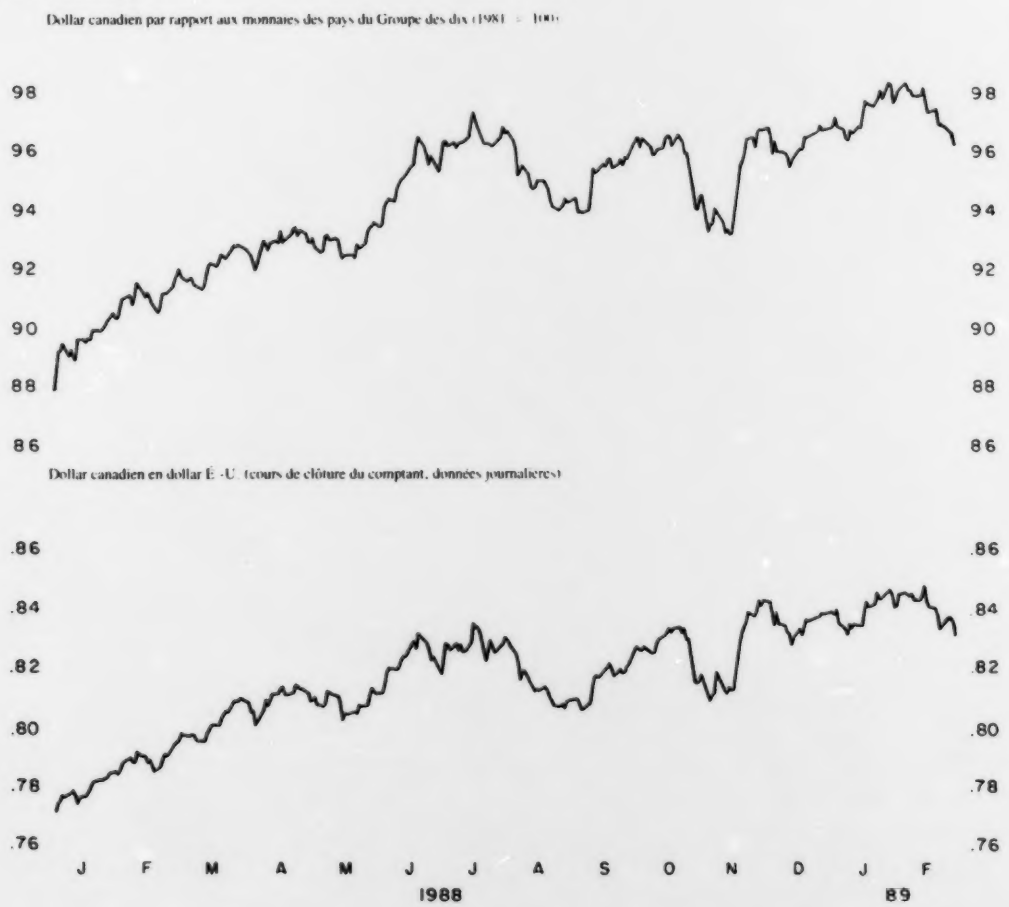
Le gouvernement canadien n'a pas utilisé en 1988 ses lignes de crédit renouvelables en dollars É.-U., lesquelles lui permettent d'obtenir des prêts à court terme jusqu'à concurrence de 3 milliards de dollars É.-U. auprès des banques canadiennes et jusqu'à concurrence de 4 milliards auprès d'autres banques œuvrant sur les marchés internationaux.

Les opérations de change

En 1988, le cours du dollar canadien s'est élevé d'environ 10 % vis-à-vis des monnaies des pays du Groupe des dix, selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, tandis qu'il a augmenté de 9 % par rapport au dollar É.-U. La hausse plus marquée du cours moyen pondéré en fonction des échanges commerciaux s'explique par l'appréciation nette durant l'année du dollar É.-U. relativement aux monnaies des grands pays d'outremer.

Au cours des sept premiers mois de 1988, le dollar canadien s'est fortement apprécié par rapport à la devise américaine, pas-

Taux de change

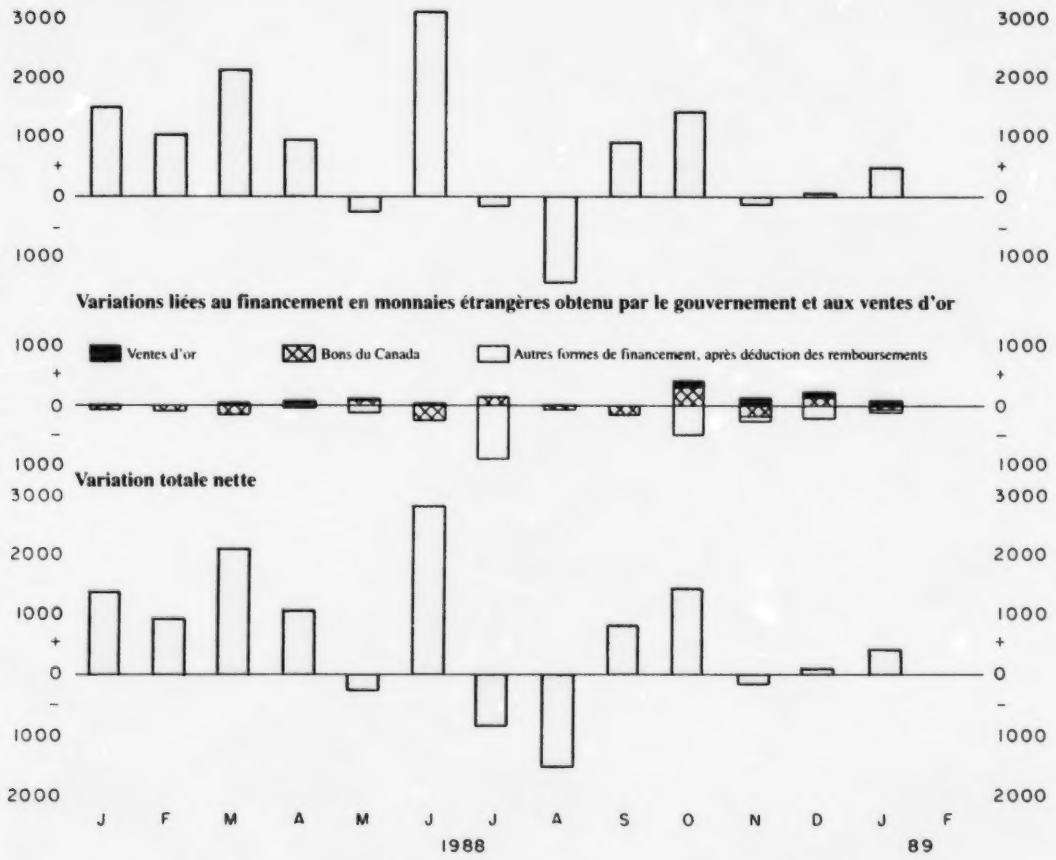


Les données vont jusqu'au 27 février 1989.

Variations des réserves officielles

Millions de dollars É.-U., données mensuelles

À l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, du produit des ventes d'or et des effets comptables de la variation des cours[1]



1 La valeur en dollars É.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le cours du dollar É.-U. baisse par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire

sant de 0,7696 dollar É.-U. à la fin de 1987 à 0,8373 dollar É.-U. vers la fin de juillet 1988. Durant le reste de l'année, le dollar canadien a fluctué dans une fourchette assez large : il s'est replié de façon sensible à deux reprises, soit en août et durant la période qui couvre la fin d'octobre et le début de novembre, puis il s'est redressé après les élections fédérales du 21 novembre 1988. Il s'est négocié à 0,8444 dollar É.-U. le 5 décembre, son cours le plus haut en 1988, et cotait 0,8386 dollar É.-U à la clôture des opérations en fin d'année. Au début de 1989, le dollar canadien s'est raffermi, osciliant autour de 0,8450 dollar É.-U., puis il s'est réinscrit en baisse vers la fin de février.

Les opérations de change que la Banque du Canada a effectuées sur le marché, en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du gouvernement fédéral, ont visé à assurer un comportement ordonné du dollar cana-

dien sur le marché des changes. Compte tenu de la forte appréciation du dollar canadien en 1988, les achats officiels de devises, surtout de dollars É.-U., mais aussi de marks allemands et de yens, ont largement excédé les ventes, ce qui a entraîné une augmentation des réserves officielles de change. En un an, ces dernières ont presque doublé : de 8 203,2 millions de dollars É.-U. qu'elles étaient à la fin de 1987, elles sont passées à 16 197,6 millions de dollars É.-U. à la fin de 1988. En janvier 1989, elles se sont gonflées d'un montant supplémentaire de 406,5 millions de dollars É.-U.

À plusieurs reprises en 1988, la Banque du Canada a participé, de concert avec les banques centrales d'autres pays membres du Groupe des sept, à des opérations visant à atténuer les fluctuations du dollar É.-U. par rapport aux grandes monnaies des pays d'outre-mer. Ces interventions ont porté sur le cours du dollar É.-U. par rapport au mark allemand, d'une part, et au yen, d'autre part. Le montant des réserves internationales de change du Canada n'a pas été modifié par ces interventions, qui se sont uniquement soldées par un changement de la composition des avoirs en monnaies étrangères.

L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires

Outre les activités examinées dans les sections précédentes du rapport, la Banque s'acquitte d'un certain nombre de fonctions qui nécessitent le traitement de quantités importantes de billets de banque, de titres et de données. La Banque est notamment chargée de l'émission des billets de banque et, comme il a été mentionné précédemment, elle fait office d'agent financier du gouvernement canadien. Elle fournit aussi des services bancaires à ce dernier et gère des comptes de dépôt pour les membres de l'Association canadienne des paiements ainsi que ceux d'un certain nombre de banques centrales étrangères et d'organismes internationaux. C'est également la Banque qui garde les soldes non réclamés, c'est-à-dire les comptes qui ont été transférés chez elle après avoir été inactifs pendant dix ans dans des banques à charte.

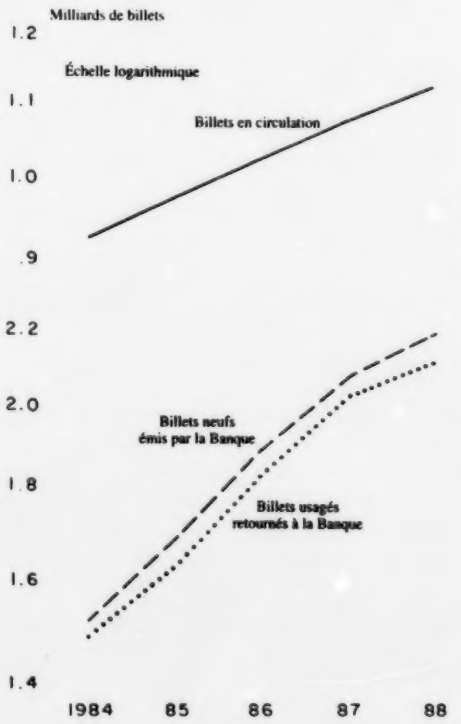
Plus de la moitié du personnel de la Banque participe directement à l'exécution de ces fonctions. En dépit de l'augmentation du volume de travail, le nombre d'employés affectés à ces tâches a légèrement diminué en 1988 grâce à de nouveaux efforts de rationalisation des opérations et à une plus grande utilisation de systèmes automatisés. On estime que les trois quarts des dépenses globales de la Banque sont liées à l'achat et à l'émission de billets de banque et à son rôle d'agent financier du gouvernement.

L'émission des billets de banque

La Banque du Canada met des billets de banque en circulation pour répondre à un accroissement de la demande et pour remplacer les billets impropres à la circulation. Elle émet des billets neufs et remet en circulation des billets usagés en bon état qui lui ont été retournés par les institutions financières ayant un surplus.

Toutes les agences ont été dotées ces dernières années d'un équipement ultra-rapide leur permettant de traiter le volume croissant de billets usagés retournés à la Banque. Les institutions financières semblent convenir de plus en plus que les billets traités à l'aide de cet équipement et remis en circulation par la Banque sont de qualité adéquate pour les guichets automatiques. Ceci a contribué à ralentir l'accroissement des flux de billets entre la Banque et les institutions financières en 1988. Ainsi les flux de billets de 20 dollars n'ont presque pas varié l'année dernière après s'être accrus rapidement pendant plusieurs années. Ces billets sont les plus utilisés dans les guichets automatiques et représentent plus du quart de tous les billets en circulation.

Billets de banque



On évalue à environ 25 millions le nombre de billets de un dollar ayant été remplacés par les nouvelles pièces de un dollar entre le milieu de 1987, moment où celles-ci ont été lancées par le gouvernement, et la fin de 1988. La Banque du Canada cessera d'émettre des billets de un dollar le 30 juin 1989. Les billets de un dollar déjà émis continueront d'avoir cours légal et conserveront leur pleine valeur nominale, même lorsqu'ils ne seront plus mis en circulation.

Le 12 décembre 1988, la Banque mettait en vente aux comptoirs de ses agences des feuilles comprenant 40 billets de un dollar, au prix de 50 dollars la feuille majoré de la taxe de vente provinciale en vigueur. À la fin de 1988, près de 23 000 feuilles avaient été vendues. Le 6 janvier 1989, la Banque a annoncé qu'elle acceptait désormais de remplir les commandes postales de feuilles de billets pour livraison au Canada, moyennant un supplément de 5 dollars le colis afin de couvrir les frais d'envoi par courrier recommandé. En janvier, 15 000 autres feuilles ont été vendues. La vente de feuilles de billets devrait se poursuivre jusqu'au 30 juin 1989.

Le service de la dette

Le volume de travail lié à l'administration de la dette publique a augmenté considérablement en 1988, le nombre de certificats traités et le nombre de versements d'intérêts effectués s'étant accrus de plus du quart. Plus de 80 % de ce travail concerne les obligations d'épargne du Canada.

Le gros des activités liées au traitement des ventes d'obligations d'épargne du Canada à intérêt composé a lieu au début de l'année, après la campagne de souscription qui se déroule à l'automne. Aussi ces activités ont-elles connu une forte augmentation en 1988 par suite des ventes records des obligations d'épargne du Canada de l'émission de 1987-1988. Comme les ventes de l'émission de 1988-1989 ont été moindres, il y a eu baisse de la charge de travail liée à l'émission des obligations d'épargne du Canada à intérêt régulier, qui sont préparées et immatriculées par la Banque du Canada l'année où elles sont vendues.

Le volume record des ventes d'obligations d'épargne du Canada réalisées durant la campagne de 1987 a entraîné un accroissement du nombre des versements d'intérêts effectués en 1988. C'est Approvisionnements et Services Canada qui s'occupe de l'impression et de la distribution des versements d'intérêts et des relevés relatifs aux obligations d'épargne du Canada. Le nombre d'obligations d'épargne du Canada remboursées a lui aussi enregistré une hausse marquée en 1988 du fait de l'arrivée à échéance, en novembre, d'un nombre record d'obligations de l'émission de 1981-1982. Cette émission avait été fort bien accueillie, et un pourcentage exceptionnel de ces obligations ont été conservées jusqu'à l'échéance, à cause de leur excellent rendement.

Les soldes non réclamés

En 1988, la Banque a donné suite à environ 9 000 demandes de renseignements concernant des soldes non réclamés, soit un tiers de plus que l'année précédente. Le nombre de ces demandes a triplé depuis 1983, année où la Banque a placé dans chacune de ses agences des copies des registres centraux de tous les soldes conservés chez elle, que le public peut consulter gratuitement. En 1988, la Banque a examiné 6 800 dossiers et effectué 2 700 paiements, pour un montant total de 1,7 million de dollars.

La Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée

Au cours de l'année, la Banque a continué de collaborer aux efforts de la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée (CDS) visant à améliorer l'efficacité des activités de compensation et de règlement des opérations sur titres. Toutes les nouvelles émissions d'obligations négociables intérieures du gouvernement canadien, à commencer par celle qui a été vendue par adjudication le 23 février 1988, ont été livrées à la communauté financière par l'entremise du Service de distribution des nouvelles émissions (SDNE) de la CDS. L'élaboration de dispositions devant permettre à la CDS d'accepter dans ses systèmes informatisés de compensation et de règlement toutes les émissions d'obligations négociables intérieures du gouvernement canadien est déjà avancée.

TABLEAUX EN ANNEXE

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles (en millions de dollars)[1]

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Avances aux membres de l'ACP	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens			
						Banques à charte	Autres membres de l'ACP	Gouvernement canadien	Autres
1988									
Janvier	−514	−1 200	−56	−123	−2 155	−435	−191	932	−45
Février	−535	–	−238	−186	81	−407	266	−760	−139
Mars	1 114	−5	11	−164	140	579	−134	332	38
Avril	−970	221	−240	101	12	−351	8	−514	−44
Mai	−889	1 261	241	50	803	−104	−112	−3	79
Juin	965	−79	−45	−77	445	182	30	5	102
Juillet	568	−401	18	43	202	101	21	–	−95
Août	−646	798	−72	−72	−50	−193	47	−2	206
Septembre	1 136	−1 631	44	22	−261	196	−113	2	−253
Octobre	341	507	147	−24	184	614	130	−1	44
Novembre	−502	−276	−282	2	386	−1 369	−93	–	18
Décembre	83	1 959	159	392	1 798	714	112	2	−33
Variation pour l'année	151	1 154	−313	−36	1 585	−473	−29	−7	−122
1989									
Janvier	−485	−1 929	7	−137	−2 323	−127	−249	−2	157

1. Les chiffres ayant été arrondis, le total pour l'année peut différer de la somme des variations mensuelles.

Tableau 2

Réserves-encaisse des banques à charte et soldes de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Réserves-encaisse des banques			
		Montant minimum requis : Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada et en pièces de monnaie	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada
1988					
Janvier	1–15	5 385	3 483	1 902	1 987
	16–31				2 023
Février	1–15	5 563	4 021	1 542	1 606
	16–29				1 635
Mars	1–15	5 294	3 317	1 977	2 018
	16–31				2 184
Avril	1–15	5 231	3 291	1 940	2 091
	16–30				2 073
Mai	1–15	5 165	3 311	1 854	1 973
	16–31				1 890
Juin	1–15	5 268	3 265	2 003	2 064
	16–30				2 123
Juillet	1–15	5 330	3 469	1 861	1 924
	16–31				2 015
Août	1–15	5 443	3 526	1 917	2 015
	16–31				1 965
Septembre	1–15	5 440	3 563	1 877	1 902
	16–30				1 995
Octobre	1–15	5 513	3 574	1 939	2 000
	16–31				2 017
Novembre	1–15	5 432	3 610	1 822	1 854
	16–30				1 894
Décembre	1–15	5 522	3 637	1 885	1 964
	16–31				2 012
1989					
Janvier	1–15	5 472	3 711	1 761	1 849
	16–31				1 798
Février	1–15	5 593	4 271	1 323	1 426

Somme des pondérations des jours de réserve de la période	Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Soldes de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements	
			Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables durant le mois
14	1 196	0,062	165	20
14	1 692	0,087		
15	952	0,046	179	21
14	1 303	0,067		
15	620	0,031	174	23
19	3 933	0,155		
14	2 110	0,114	155	20
14	1 869	0,101		
14	1 662	0,091	144	21
16	584	0,028		
15	910	0,046	167	22
18	2 155	0,091		
14	882	0,047	161	20
14	2 158	0,115		
15	1 455	0,071	151	23
16	759	0,035		
15	384	0,019	137	21
17	2 005	0,086		
14	859	0,045	151	20
15	1 172	0,057		
15	483	0,024	140	21
15	1 092	0,054		
15	1 175	0,057	185	20
18	2 279	0,092		
13	1 135	0,064	129	21
16	581	0,027		
15	1 547	0,075		

Tableau 3

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

	Opérations nettes[1] avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques				
	Opérations ordinaires		Opérations de pension		
	Bons du Trésor	Obligations	Prises en pension ordinaires	Prises en pension spéciales	Cessions en pension
1988					
Janvier	−145,0	–	+178,6	+961,0	–
Février	−370,0	–	−10,4	−1 029,0	–
Mars	–	–	+622,1	–	–
Avril	–	–	−893,3	+213,0	–
Mai	–	–	–	−213,0	–
Juin	−705,0	–	–	–	–
Juillet	−230,0	–	–	+345,0	–
Août	–	–	–	−345,0	−300,0
Septembre	−15,0	–	+137,0	–	+300,0
Octobre	−235,0	–	−137,0	+318,0	–
Novembre	–	–	+50,0	−318,0	−850,0
Décembre	−820,0	–	−50,0	–	+850,0
Total	−2 520,0	–	−103,0	−68,0	–
1989					
Janvier	−185,0	–	–	–	–

1. Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions, et le signe (−) le contraire.
2. Y compris les prises en pension ordinaires, les prises en pension spéciales et les cessions en pension

Opérations nettes[1] avec le gouvernement ou d'autres clients				Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement[2]		
Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance		Portefeuilles du gouvernement et d'autres clients		Bons	Obligations	Total
Bons	Obligations	Bons	Obligations			
−614,0	+5,0	−861,9	+2,8	−481,3	+7,8	−473,5
+1 667,1	−201,0	−626,9	+0,1	−374,2	−195,9	−570,1
+1 279,4	+26,4	−778,3	−9,0	+1 035,2	+105,4	+1 140,6
+30,1	+75,0	−418,1	–	−975,3	−18,0	−993,3
−343,6	–	−348,4	+1,0	−905,0	+1,0	−904,0
+2 402,0	+78,9	−772,1	+0,5	+924,9	+79,4	+1 004,3
+1 157,2	+75,0	−746,1	–	+526,1	+75,0	+601,1
+919,9	+20,0	−955,9	+2,0	−681,0	+22,0	−659,0
+1 054,8	+85,0	−367,6	–	+1 109,2	+85,0	+1 194,2
+1 335,8	+27,4	−964,7	–	+307,1	+37,4	+344,5
+1 123,7	−59,9	−455,3	–	−439,6	−69,9	−509,5
+1 038,0	+13,3	−965,9	–	+52,1	+13,3	+65,4
+11 050,4	+145,1	−8 261,2	−2,6	+98,2	+142,5	+240,7
+885,2	+10,0	−1 225,0	–	−524,8	+10,0	−514,8

Tableau 4

Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et encours des pensions

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Avances aux banques à charte		Avances aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP	
		Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[2]
1988					
Janvier	**1–15**	10	389,5	9	19,2
	16–31	10	379,6		
Février	**1–15**	11	346,1	11	30,2
	16–29	10	372,5		
Mars	**1–15**	11	328,4	9	21,8
	16–31	12	317,2		
Avril	**1–15**	10	301,9	9	12,9
	16–30	10	278,5		
Mai	**1–15**	10	289,5	7	15,1
	16–31	11	287,4		
Juin	**1–15**	11	278,4	8	22,8
	16–30	11	266,3		
Juillet	**1–15**	10	267,4	9	25,0
	16–31	10	224,8		
Août	**1–15**	11	217,3	8	25,0
	16–31	12	222,6		
Septembre	**1–15**	10	218,8	8	12,5
	16–30	11	216,6		
Octobre	**1–15**	9	215,9	6	12,6
	16–31	11	211,1		
Novembre	**1–15**	10	228,7	11	10,2
	16–30	11	213,3		
Décembre	**1–15**	11	169,3	6	17,1
	16–31	9	182,1		
1989					
Janvier	**1–15**	9	187,5	12	22,0
	16–31	12	173,3		
Février	**1–15**	11	201,0		

1. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables compris dans la période de calcul des moyennes
2. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables durant le mois
3. Y compris les prises en pension spéciales

Prises en pension[3]		Cessions en pension	
Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[1]
5	148,8	–	–
5	283,2	–	–
10	287,6	–	–
1	27,1	–	–
6	72,3	–	–
8	243,6	–	–
5	148,9	–	–
3	70,0	–	–
6	226,2	–	–
1	7,1	–	–
5	106,0	2	90,9
–	–	4	130,5
1	11,7	1	10,0
6	189,0	–	–
9	446,6	–	–
4	75,2	1	25,0
5	77,1	–	–
2	36,0	–	–
1	35,0	–	–
3	61,8	–	–
4	213,1	–	–
4	90,0	2	95,5
4	69,1	–	–
3	97,0	–	–
3	69,1	–	–
1	5,7	1	6,3
3	29,3	1	25,0

Tableau 5

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien : Émissions et remboursements

Date en 1988	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
5 janv.	10 % 1er mars 1995	7 ans, 1 mois et 27 jours	10,15	450	
1er févr.	8 ¾ % 1er février 1988				125[1]
	10¼ % 1er février 1988				500[2]
	11 ¾ % 1er février 1988				350[3]
	9¼ % 1er mars 1991	3 ans et 1 mois	9,32	175[4]	
	9¼ % 1er octobre 1994	6 ans et 8 mois	9,53	150[5]	
	9¼ % 1er octobre 1997	9 ans et 8 mois	9,65	425[6]	
	10 % 1er juin 2008	20 ans et 4 mois	10,00	350[7]	
				1 100	
18 févr.	8¼ % 1er juillet 1993	5 ans, 4 mois et 11 jours	8,94	550	
25 févr.	9 % 1er septembre 1991	3 ans, 6 mois et 4 jours	8,80	500[8]	
6 mars	9¼ % 6 mars 1988				550[9]
	8¼ % 6 mars 1990	2 ans	8,81	550	
15 mars	10½ % 15 mars 1988				875[10]
	8¼ % 1er juillet 1993	5 ans, 3 mois et 17 jours	8,93	525[11]	
	9 % 1er mars 2011	22 ans, 11 mois et 17 jours	9,36	350[12]	
				875	
31 mars	9¼ % 1er mai 1996	8 ans, 1 mois et 1 jour	9,31	450[13]	
14 avril	9 % 1er septembre 1991	3 ans, 4 mois et 17 jours	8,99	125[14]	
	9¼ % 1er octobre 1994	6 ans, 5 mois et 17 jours	9,35	500[15]	
	10 % 1er juin 2008	20 ans, 1 mois et 17 jours	10,04	300[16]	
				925	
5 mai	8¼ % 1er juillet 1993	5 ans, 1 mois et 27 jours	9,40	550[17]	
12 mai	9¼ % 1er octobre 1997	9 ans, 4 mois et 20 jours	9,81	500[18]	
1er juin	5 % 1er juin 1988				50[19]
	5 % 1er juin 1988				100[20]
	9¼ % 1er juillet 1992	4 ans et 1 mois	9,51	175[21]	
	10 % 1er mars 1995	6 ans et 9 mois	9,89	450[22]	
	10 % 1er juin 2008	20 ans	10,28	300[23]	
				925	
6 juin	8½ % 6 juin 1988				550[24]
	9¼ % 6 juin 1990	2 ans	9,45	550	
23 juin	9½ % 1er septembre 1993	5 ans, 2 mois et 8 jours	9,74	550	
30 juin	9½ % 1er octobre 1998	10 ans, 3 mois et 1 jour	9,72	500	
21 juill.	9½ % 1er septembre 1993	5 ans, 1 mois et 11 jours	9,56	275[25]	
	9½ % 1er octobre 1998	10 ans, 2 mois et 11 jours	9,77	400[26]	
	10 % 1er juin 2008	19 ans, 10 mois et 11 jours	10,07	300[27]	
				975	
4 août	9 % 1er septembre 1991	3 ans et 28 jours	9,75	600[28]	
11 août	10 % 1er mars 1995	6 ans, 6 mois et 21 jours	9,97	500[29]	

Date en 1988	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
1er sept.	10¼ % 1er juin 1992	3 ans et 9 mois	10,36	250[30]	
	10¼ % 1er décembre 1998	10 ans et 3 mois	10,51	425	
	10¾ % 1er octobre 2009	21 ans et 1 mois	10,78	300[31]	
				975	
5 sept.	8¾ % 5 septembre 1988				550[32]
	10¼ % 5 septembre 1990	2 ans	10,25	650	
22 sept.	10¼ % 1er mars 1996	7 ans, 5 mois et 9 jours	10,12	550[33]	
15 oct.	10¾ % 15 octobre 1988				825[34]
	9½ % 1er septembre 1993	4 ans, 10 mois et 17 jours	9,96	125[35]	
	10¼ % 1er décembre 1998	10 ans, 1 mois et 17 jours	10,19	625[36]	
	10 % 1er juin 2008	19 ans, 7 mois et 17 jours	10,16	350[37]	
				1 100	
31 oct.	9½ % 1er septembre 1993	4 ans, 10 mois et 1 jour	9,62	550[38]	
15 nov.	10 % 15 novembre 1988				625[39]
	9½ % 1er octobre 1998	9 ans, 10 mois et 16 jours	9,81	600[40]	
5 déc.	8½ % 5 décembre 1988				600[41]
	10¼ % 5 décembre 1990	2 ans	10,35	650	
15 déc.	9¾ % 15 décembre 1988				475[42]
	9½ % 1er septembre 1993	4 ans, 8 mois et 17 jours	10,09	75[43]	
	10¼ % 1er décembre 1998	9 ans, 11 mois et 17 jours	10,13	625[44]	
	10 % 1er juin 2008	19 ans, 5 mois et 17 jours	10,10	325[45]	
				1 025	
	Ensemble des obligations en dollars canadiens			17 150	6 175
	Ensemble des bons du Trésor			228 150	207 250
Titres libellés en monnaies étrangères émis par le gouvernement					
26 avril	6 millions de dollars É.-U. billets à échéances échelonnées à 8½ % échéance 26 avril 1988				7[46]
1er juin	100 millions de dollars É.-U. obligations à 6⅞ % échéance 1er juin 1988				123[47]
31 juill.	120 milliards de yens emprunt à 7,9 % échéance 31 juillet 1992				1 092[48]
27 oct.	500 millions de dollars É.-U. billets à 10⅞ % échéance 27 octobre 1988				602[49]
	Ensemble des billets et obligations en monnaies étrangères			–	1 825
	Ensemble des bons du Canada*			6 824	6 974

(À suivre)

Tableau 5

* Les bons du Canada sont des billets à court terme libellés en dollars É.-U. dont l'échéance ne dépasse pas 270 jours.

1. Échéance d'obligations 8¾ % émises le 1er février 1978
2. Échéance d'obligations 10¼ % émises le 1er février 1983 et le 27 avril 1983
3. Échéance d'obligations 11¾ % émises le 14 novembre 1984, le 19 mars 1985 et le 10 avril 1985
4. En plus des 550 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er mars 1991 déjà en circulation
5. En plus des 900 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er octobre 1994 déjà en circulation
6. En plus des 1 150 millions de dollars d'obligations 9¾ % échéance 1er octobre 1997 déjà en circulation
7. En plus des 550 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er juin 2008 déjà en circulation
8. En plus des 500 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er septembre 1991 déjà en circulation
9. Échéance d'obligations 9¼ % émises le 6 mars 1986
10. Échéance d'obligations 10½ % émises le 22 février 1983, le 15 mars 1983, le 12 juillet 1983, le 1er février 1985 et le 19 février 1985
11. En plus des 550 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 1er juillet 1993 déjà en circulation
12. En plus des 1 625 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er mars 2011 déjà en circulation
13. En plus des 1 550 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er mai 1996 déjà en circulation
14. En plus des 1 000 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er septembre 1991 déjà en circulation
15. En plus des 1 050 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er octobre 1994 déjà en circulation
16. En plus des 900 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er juin 2008 déjà en circulation
17. En plus des 1 075 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 1er juillet 1993 déjà en circulation
18. En plus des 1 575 millions de dollars d'obligations 9¾ % échéance 1er octobre 1997 déjà en circulation
19. Échéance d'obligations 5 % émises le 1er février 1964
20. Échéance d'obligations 5 % émises le 1er juin 1963
21. En plus des 1 125 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er juillet 1992 déjà en circulation
22. En plus des 450 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er mars 1995 déjà en circulation
23. En plus des 1 200 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er juin 2008 déjà en circulation
24. Échéance d'obligations 8½ % émises le 6 juin 1986
25. En plus des 550 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er septembre 1993 déjà en circulation
26. En plus des 500 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er octobre 1998 déjà en circulation
27. En plus des 1 500 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er juin 2008 déjà en circulation
28. En plus des 1 125 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er septembre 1991 déjà en circulation
29. En plus des 900 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er mars 1995 déjà en circulation
30. En plus des 1 600 millions de dollars d'obligations 10¼ % échéance 1er juin 1992 déjà en circulation
31. En plus des 1 000 millions de dollars d'obligations 10¾ % échéance 1er octobre 2009 déjà en circulation
32. Échéance d'obligations 8¾ % émises le 5 septembre 1986
33. En plus des 825 millions de dollars d'obligations 10¼ % échéance 1er mars 1996 déjà en circulation
34. Échéance d'obligations 10¾ % émises le 15 octobre 1983, le 8 novembre 1983, le 15 décembre 1983, le 1er mai 1985 et le 22 mai 1985
35. En plus des 825 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er septembre 1993 déjà en circulation
36. En plus des 425 millions de dollars d'obligations 10¼ % échéance 1er décembre 1998 déjà en circulation
37. En plus des 1 800 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er juin 2008 déjà en circulation
38. En plus des 950 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er septembre 1993 déjà en circulation
39. Échéance d'obligations 10 % émises le 23 juillet 1985, le 1er septembre 1985, le 1er octobre 1985 et le 23 octobre 1985
40. En plus des 900 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er octobre 1998 déjà en circulation
41. Échéance d'obligations 8½ % émises le 5 décembre 1986
42. Échéance d'obligations 9¾ % émises le 15 novembre 1985, le 6 février 1986 et le 15 mars 1986
43. En plus des 1 500 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er septembre 1993 déjà en circulation
44. En plus des 1 050 millions de dollars d'obligations 10¼ % échéance 1er décembre 1998 déjà en circulation
45. En plus des 2 150 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er juin 2008 déjà en circulation
46. Échéance d'une tranche de 6 millions de dollars É.-U. de billets (série A) sur un total de 30 millions de dollars É.-U. de billets à échéances échelonnées 8½ % émis par Canadair le 26 avril 1982 et dont le gouvernement canadien s'est engagé le 12 février 1986 à assumer le remboursement
47. Échéance de 100 millions de dollars É.-U. d'obligations 6¾ % émises le 1er juin 1968
48. Remboursement par anticipation d'un emprunt consortial non négociable de 120 milliards de yens à 7,9 % négocié le 31 juillet 1984
49. Échéance de 500 millions de dollars É.-U. d'obligations 10⅞ % émises le 27 octobre 1983

ÉTATS FINANCIERS

Banque du Canada État des revenus et dépenses

de l'exercice terminé le 31 décembre 1988 (avec chiffres comparatifs pour 1987)

	1988	1987
	(en milliers de dollars)	
REVENUS :		
Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit 21 285 $ (11 378 $ en 1987)	2 109 705 $	2 007 604 $
DÉPENSES :		
Traitements[1]	67 561	64 668
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel[2]	8 720	7 640
Autres frais de personnel[3]	2 207	1 741
Honoraires des administrateurs	107	114
Honoraires et frais des vérificateurs	516	495
Impôts municipaux et taxes d'affaires	8 767	8 100
Coût des billets de banque	35 074	35 713
Informatique et coûts reliés des ordinateurs	5 832	6 005
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location[4]	19 605	16 810
Impression des publications	547	582
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	2 161	2 031
Postes et messageries	1 604	1 572
Télécommunications	1 725	1 545
Déplacements et mutations	2 284	2 063
Autres dépenses	2 096	2 126
	158 806	151 205
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	13 237	12 502
	172 043	163 707
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	1 937 662 $	1 843 897 $

1. Traitements y compris le temps supplémentaire des employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employés utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 2 234 en 1988, contre 2 246 en 1987.
2. Contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles.
3. Les autres frais de personnel comprennent les gratifications de départ à la retraite et les dépenses consacrées à la formation professionnelle.
4. Les frais d'entretien des immeubles comprennent l'entretien des bâtiments et de l'équipement ainsi que les frais de personnel connexes.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

Banque du Canada État de l'actif et du passif

au 31 décembre 1988
(avec chiffres comparatifs pour 1987)

	1988	1987
	(en milliers de dollars)	
ACTIF		
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	369 087 $	305 819 $
Autres devises	262 989	4 877
	632 076	310 696
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (note 2)	485 325	798 251
Placements — à leurs valeurs amorties (note 3) :		
Bons du Trésor du Canada	9 685 022	9 676 651
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	3 051 422	2 603 372
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	7 609 779	7 915 185
Autres placements	2 357 937	1 187 027
	22 704 160	21 382 235
Immeubles de la Banque (note 4)	139 798	141 290
Intérêts courus sur placements	320 801	320 732
Autres éléments de l'actif	36 981	69 995
	24 319 141 $	23 023 199 $

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

	1988	1987
	(en milliers de dollars)	
PASSIF		
Capital versé (note 5)	5 000 $	5 000 $
Fonds de réserve (note 6)	25 000	25 000
Billets en circulation	21 032 433	19 447 407
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	14 199	23 330
Banques à charte	2 177 109	2 648 949
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	259 651	287 129
Autres dépôts	307 487	428 656
	2 758 446	3 388 064
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	472 924	134 409
Autres	11	12
	472 935	134 421
Chèques de la Banque du Canada non compensés	18 838	16 448
Autres éléments du passif	6 489	6 859
	24 319 141 $	23 023 199 $

Le Gouverneur, J. W. CROW

Le Comptable en Chef, J. COSIER

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1988 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues, et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1988 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

ARTHUR ANDERSEN & CO.

ERNST & WHINNEY

Ottawa, Canada, le 26 janvier 1989.

Banque du Canada Notes complémentaires aux états financiers

31 décembre 1988

1. Principales conventions comptables

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la *Loi sur la Banque du Canada* et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses sont comptabilisés selon la méthode d'exercice à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont comptabilisés que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Les immeubles de la Banque, qui comprennent les terrains, les bâtiments et l'équipement, sont inscrits à leur coût moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants :

Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

e) Régime de retraite :

Les contributions de la Banque au régime de retraite sont passées en charges au moment où elles sont versées. Les surplus ou les insuffisances actuariels, le cas échéant, sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension*, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

f) Assurance :

La Banque n'est pas assurée contre les risques de perte auxquels elle est directement exposée, sauf en ce qui a trait à la responsabilité civile envers des tiers et lorsqu'elle est tenue de s'assurer en vertu de dispositions légales ou contractuelles. Les coûts découlant de ces risques sont inscrits aux comptes dès qu'il est possible d'en obtenir une estimation raisonnable.

2. Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements

Les avances incluent des prêts d'un montant total de 143 024 668 $ (362 151 392 $ en 1987) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, dont la liquidation a été ordonnée par les tribunaux. En se basant sur les renseignements disponibles, la Banque du Canada est d'avis que ce montant sera intégralement recouvert à même les fonds provenant des opérations de réalisation.

3. Placements

Les placements peuvent inclure des titres du gouvernement du Canada détenus en vertu de prises en pension. Au 31 décembre 1988, la Banque ne détenait aucun titre en pension (164 942 690 $ en 1987).

4. Immeubles de la Banque

(en milliers de dollars)	1988			1987
	Coût	Amortissement cumulé	Net	Net
Terrains et bâtiments	171 415 $	64 020 $	107 395 $	110 705 $
Équipement informatique	32 334	25 457	6 877	7 576
Autre équipement	44 357	27 999	16 358	14 945
	248 106	117 476	130 630	133 226
Projets en cours	9 168	–	9 168	8 064
	257 274 $	117 476 $	139 798 $	141 290 $

5. Capital

La Banque a un capital autorisé de 5 000 000 $ divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de 50 $ chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la *Loi sur la Banque du Canada*, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve

Le fonds de réserve établi en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada* représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit 25 000 000 $. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

John W. Crow	OTTAWA Gouverneur *Membre du Comité de direction*
Gordon G. Thiessen	OTTAWA Premier sous-gouverneur *Membre du Comité de direction*
Gail C.A. Cook	TORONTO (ONTARIO) *Membre du Comité de direction*
Edward F. Crease	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE) *Membre du Comité de direction*
Yves L. Duhaime	SAINT-JEAN-DES-PILES (QUÉBEC)
Brian R. Heidecker	CORONATION (ALBERTA)
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
Harold W. Lane, c.r.	SASKATOON (SASKATCHEWAN)
Leslie M. Little, c.r.	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE) *Membre du Comité de direction*
James A. MacMurray	SAINT JOHN (NOUVEAU-BRUNSWICK)
Susan H. Patten	ST. JOHN'S (TERRE-NEUVE)
Ernest G. Penner	STEINBACH (MANITOBA)
John F. Robinson	LONDON (ONTARIO)
Guylaine Saucier	MONTRÉAL (QUÉBEC) *Membre du Comité de direction*

Membre d'office

Frederick W. Gorbet	OTTAWA Sous-ministre des Finances *Membre du Comité de direction*

PRINCIPAUX CADRES

John W. Crow, *Gouverneur*
Gordon G. Thiessen, *Premier sous-gouverneur*
J. N. Ross Wilson, *Sous-gouverneur*
Charles Freedman, *Sous-gouverneur*
W. Albert McKay, *Directeur administratif*
Serge Vachon, *Conseiller*[1]
Tim E. Noël, *Conseiller*
W. Paul Jenkins, *Conseiller*

Bernard Bonin, *Sous-gouverneur*
William R. White, *Sous-gouverneur*
Jacques A. Bussières, *Conseiller*
Frank Faure, *Conseiller*
Alvin C. Lamb, *Conseiller*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Secrétaire*

Conseillers associés
John S. Roberts[2]
Jacques Clément, *Chef, Valeurs, Bureau de Montréal*
John E. H. Conder, *Chef, Bureau du Directeur administratif*

Département des Valeurs
Vaughn O'Regan, *Chef*
L. Theodore Requard, *Sous-chef*
Ian D. Clunie, *Chef, Analyse du marché des valeurs et Opérations d'open market*
James F. Dingle, *Conseiller en valeurs*[3]
Patrick E. Demerse, *Conseiller en valeurs*
Kevin Clinton, *Conseiller en valeurs*
Donald R. Cameron, *Chef, Bureau de Toronto*

Département des Recherches
David E. Rose, *Chef*
John G. Selody, *Sous-chef*
Jean-Pierre Aubry, *Conseiller en recherches*

Département des Études monétaires et financières
Pierre Duguay, *Chef*
R. Bruce Montador, *Sous-chef*
David J. Longworth, *Conseiller en recherches*
Clyde A. Goodlet, *Conseiller en recherches*

Département des Relations internationales
Donald R. Stephenson, *Chef*
John D. Murray, *Sous-chef*
Dorothy J. Powell, *Conseillère en recherches*
Nicholas Close, *Cambiste-conseil principal, Toronto*
Brian O'Reilly, *Conseiller en recherches*

Département des Opérations bancaires
Donald G. M. Bennett, *Chef*
Roy L. Flett, *Conseiller spécial*
William R. Melbourn, *Sous-chef*
Gordon B. May, *Sous-chef*
C. Ross Tousaw, *Agent, Toronto*
Alexander G. Keith, *Agent, Calgary*

Département de la Dette publique
George M. Pike, *Chef*
Bonnie J. Schwab, *Sous-chef*

Secrétariat
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Secrétaire*
SYSTÈMES DE LA DETTE
James M. McCormack, *Coordonnateur de programmes*
BUREAU DU DIRECTEUR ADMINISTRATIF
Stephen L. Harris, *Sous-chef*

Département de l'Automatisation
Daniel W. MacDonald, *Chef*

Département du Personnel
Vivian L. Bethell, *Chef*
Paul E. Cloutier, *Conseiller en gestion de personnel*

Département de la Gestion des immeubles
Colin J. Stephenson, *Chef*
Kenneth W. Kaine, *Sous-chef*

Département de Contrôle
Janet Cosier, *Contrôleur et Chef de la comptabilité*

Département de la Vérification
Marcel Morin, *Vérificateur*
Peter W. Koppe, *Sous-vérificateur*

1. Également Président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
2. Détaché à l'Association canadienne des paiements en qualité de Directeur général intérimaire
3. Également Président suppléant du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Département des Valeurs

Montréal
Jacques Clément, *Chef, Bureau de Montréal*
Vancouver
Louis-Robert Lafleur, *Représentant*

Toronto
Donald R. Cameron, *Chef, Bureau de Toronto*

Département des Relations internationales

Montréal
Gautam Hooja, *Cambiste-conseil*

Toronto
Nicholas Close, *Cambiste-conseil principal*

Département des Opérations bancaires

Halifax
Robert E. Burgess, *Agent*
Saint John (N.-B.)
Kenneth T. McGill, *Agent*
Montréal
J. G. Michel Sabourin, *Agent*
J. R. M. Serge Poirier, *Agent adjoint – Opérations*
David J. McDougall, *Agent adjoint – Planification*
Ottawa
Robert Dupont, *Agent*

Toronto
C. Ross Tousaw, *Agent et Conseiller aux opérations bancaires*
William H. Watson, *Sous-agent*
Winnipeg
Alan H. Potter, *Agent*
Regina
Graham L. Page, *Agent*
Calgary
Alexander G. Keith, *Agent et Représentant financier régional*
Claude P. Desautels, *Sous-agent*
Vancouver
Paul W. Cliffen, *Agent*